

1. LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG ET DANS LA ZONE EURO

1.1. LE CONTEXTE MACROÉCONOMIQUE

1.1.1. La croissance économique récente

Avant la crise financière de 2008-2009, la croissance annuelle du produit intérieur brut (PIB) en volume du Luxembourg s'est établie à 4,6 % en moyenne sur la période 2000-2007. Au cours des cinq années suivantes, 2008-2012, la croissance moyenne du PIB a été quasiment nulle. En 2013-2019, la croissance est remontée à un taux annuel moyen de 2,6 %.

Entre 2020 et 2023¹, le Luxembourg aurait connu deux périodes de récession² en succession rapide, d'abord en 2020 lors de la pandémie, et puis en 2023.

Lors de la pandémie de COVID-19, le recul du PIB en volume en 2020 s'est établi à 0,9 % (voir tableau 2), soit un repli moins important que lors de la récession de 2009 (-3,2 %). Eu égard à l'ampleur de la crise sanitaire, l'économie du Luxembourg a fait preuve d'une résilience certaine par comparaison à ses principaux partenaires économiques. À titre d'exemple, le PIB en volume de la zone euro a reculé de 6,0 % en 2020 (voir le tableau 3).

Le Luxembourg avait donc plutôt bien résisté lors de la pandémie, une résilience qui peut s'expliquer par plusieurs facteurs spécifiques à l'économie luxembourgeoise.

Premièrement, la crise sanitaire a donné lieu à une crise économique à échelle mondiale qui, heureusement, n'a pas généré une crise financière, grâce aux interventions exceptionnelles et massives, dès la mi-mars 2020, des banques centrales, dont la Banque centrale européenne (BCE), pour stabiliser les marchés financiers et par ricochet amortir le choc exceptionnellement négatif³. De ce fait, l'industrie des services financiers (très importante dans l'économie luxembourgeoise) ne s'est pas retrouvée au

1 Pour les détails relatifs à l'actualisation des données de la comptabilité nationale, au Luxembourg et dans la zone euro, voir la note au tableau 1.

2 Il existe plusieurs définitions de « récession » économique. Une récession « technique » correspond généralement à une période marquée par un recul du PIB en volume (ajusté pour les variations saisonnières) sur deux trimestres consécutifs, soit deux trimestres consécutifs avec une variation trimestrielle négative. Dans ce cas, l'économie luxembourgeoise aurait été en récession durant le premier semestre des années 2020 et 2022 et aurait également frôlé la récession au cours du deuxième semestre de l'année 2023. Dans cet avis, on se réfère principalement aux données annuelles. L'économie est alors dite en récession lorsque la variation annuelle du PIB en volume est négative. De manière analogue, une branche est dite en récession lorsque sa valeur ajoutée brute (VAB) à prix constants recule sur une année.

3 Aussi, l'économie luxembourgeoise avait significativement bénéficié des incidences directes et indirectes de la politique monétaire très accommodante de la BCE dès mars 2020, premièrement, de par sa dépendance en tant que très petite économie ouverte aux exportations vers la zone euro et donc à la demande globale de cette dernière et, deuxièmement, de par l'importance d'une stabilité financière globale pour l'assise et le développement de ses activités financières qui contribuent de manière significative aux agrégats macroéconomiques, notamment le PIB et l'emploi. En effet, dans le cadre de son objectif principal, à savoir le maintien de la stabilité des prix et dans un contexte où l'inflation était déjà trop faible, et à la vue des premiers signes d'une crise économique d'envergure exceptionnelle dans le sillage de la crise pandémique, d'une détérioration et d'une fragmentation des conditions de financement de l'économie réelle et des risques réels de déstabilisation du système financier, la BCE a contribué significativement à une stabilisation de l'économie de la zone euro et à une stabilisation du système financier, tout en évitant une crise financière d'envergure, dont le risque a été imminent à la mi-mars 2020. Partant, la BCE s'est vue amenée à élargir et à approfondir très rapidement et massivement ses instruments de politique monétaire et cela, afin de préserver les mécanismes de transmission de la politique monétaire, d'assurer une liquidité suffisante du système financier de la zone euro, d'éviter une détérioration des conditions financières et de soutenir l'économie réelle.

centre de la tourmente, comme cela avait été le cas lors de la récession mondiale de 2009 ou lors de la crise de la dette souveraine en 2012.

Deuxièmement, la structure spécifique de l'économie luxembourgeoise s'est avérée favorable par rapport aux effets de cette crise, ce qui a permis au Luxembourg de limiter les pertes économiques. Le recours massif au télétravail, dès le début de la pandémie, a permis à plusieurs branches de services, notamment le secteur financier et les services aux entreprises, de continuer à fonctionner sans perturbations majeures. Evidemment, et malgré le maintien de l'ouverture des frontières, plusieurs branches (construction, hôtellerie, industrie, commerce) ont subi de plein fouet les mesures de confinement et de restriction mises en place pour contrer la progression de la pandémie. De manière générale, l'économie du Luxembourg, n'étant pas fortement dépendante du tourisme, n'a pas souffert outre-mesure des mesures mises en place pour empêcher la propagation du virus.

Troisièmement, les mesures budgétaires mises en place sur une période très longue, notamment le chômage partiel élargi et le congé familial exceptionnel, ont permis d'assouplir le choc sur les salariés et les entreprises, qui, sans ces mesures, se serait soldé par un accroissement du nombre de faillites d'entreprises et des pertes d'emplois considérables.

La BCE notamment a introduit un programme temporaire d'achats d'urgence face à la pandémie (« *Pandemic emergency purchase programme* », PEPP) ainsi que des opérations de refinancement dédiées (*Pandemic emergency longer-term refinancing operations*, PELTRO), augmenté l'enveloppe associée au programme d'achat d'actif, conduit des opérations ciblées de refinancement à plus long terme (*Targeted longer term refinancing operations*, « TLTRO ») à des conditions très favorables, introduit des mesures d'assouplissement de ses exigences de garanties, et des mesures concertées avec d'autres banques centrales afin de fournir des liquidités en euros à l'étranger et d'améliorer l'approvisionnement en devises de la zone euro, notamment en dollars des Etats-Unis.

Plus en détail, à la mi-mars 2020, la BCE a introduit le PEPP afin de faire face aux risques graves que faisait peser l'épidémie de coronavirus sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire et les perspectives économiques de la zone euro. Afin d'assurer que tous les secteurs de l'économie puissent bénéficier de conditions de financement favorables leur permettant d'absorber le choc, les achats dans le cadre du PEPP ont porté sur un éventail d'actifs très large, tels que les titres du secteur public, les titres du secteur des entreprises, les billets de trésorerie du secteur non-financier, les obligations sécurisées ainsi que les titres adossés à des actifs. Si le critère de référence pour la réalisation des achats des titres du secteur public entre les différentes juridictions de la zone euro demeurait en répartition du capital de l'Eurosystème, les achats dans le cadre du PEPP ont été réalisés de façon flexible à travers les classes d'actifs, les juridictions et le calendrier des achats. L'enveloppe totale du PEPP, initialement calibrée à 750 milliards d'euros, a été élargie à plusieurs reprises, pour finalement être fixée à un total de 1 850 milliards d'euros, soit l'équivalent d'environ 16 % du PIB de la zone euro en 2020. Alors que les achats nets liés à ce programme ont cessé fin mars 2022, la BCE a réinvesti, en totalité, les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance, acquis dans le cadre du programme jusqu'à fin 2024. Le Conseil des gouverneurs a réduit ce portefeuille de 7,5 milliards d'euros par mois en moyenne au second semestre de l'année 2024 et il entend mettre un terme à ces réinvestissements fin 2024. Il continuera de faire preuve de flexibilité dans le réinvestissement des remboursements des titres arrivant à échéance détenus dans le portefeuille du PEPP, afin de contrer les risques liés à la pandémie qui pèsent sur le mécanisme de transmission de la politique monétaire.

Le PEPP a été complété par plusieurs assouplissements à plus long terme des TLTROs III permettant aux banques d'obtenir des liquidités pour accorder des prêts aux ménages et entreprises subissant le plus durement les effets de la propagation du coronavirus. Non seulement la BCE a augmenté le nombre des opérations ainsi que le montant d'emprunt autorisé (enveloppe jusqu'à 3 190 milliards d'euros, soit l'équivalent environ de 27 % du PIB de la zone euro en 2020), mais elle a aussi baissé à deux reprises le taux d'intérêt appliqué à l'ensemble des opérations TLTRO III afin de soutenir encore davantage l'économie réelle. Pour les contreparties (les banques) dont le montant net de prêts éligibles atteignait un seuil prédéterminé en matière d'octroi de prêts, le taux d'intérêt appliqué à toutes les TLTRO III en cours sur la période allant de juin 2020 à juin 2022 était inférieur de 50 points de base au taux d'intérêt moyen de la facilité de dépôt en vigueur sur la même période (à savoir -0,5 %). Dans le cadre du système à deux paliers pour la rémunération des excédents de liquidité - en vigueur entre octobre 2019 et juillet 2022 - ces banques pouvaient emprunter (à long terme) à un taux d'intérêt inférieur jusque 100 points de base par rapport au taux d'intérêt de 0 % appliqué à une partie de leur excédent de liquidités.

De plus, afin de soutenir la liquidité du système financier de la zone euro et de préserver le bon fonctionnement du marché monétaire durant la pandémie en fournissant un filet de sécurité effectif, la BCE avait conduit une série d'opérations de refinancement à plus long terme d'urgence face à la pandémie (« *pandemic emergency longer-term refinancing operations* », PELTRO) à des conditions très accommodantes et effectuées par voie d'appels d'offre à taux fixe, la totalité des soumissions étant servie.

Afin de préserver la liquidité du système financier de la zone euro, d'atténuer le durcissement des conditions financières et de soutenir le crédit à l'économie réelle, la BCE avait aussi pris un ensemble sans précédent de mesures temporaires d'assouplissement des garanties, telles qu'une réduction générale des décotes appliquées aux garanties ainsi qu'une hausse temporaire de la tolérance au risque de l'Eurosystème.

La BCE avait également introduit et/ou renforcé ses lignes de *swap* avec d'autres banques centrales comme facilités permanentes remplissant la fonction importante de filet de sécurité pour réduire les tensions sur les marchés de financement internationaux et contribuer par la même occasion à atténuer les effets de ces dernières sur l'offre de crédits aux ménages et aux entreprises.

La reprise économique dans la zone euro en 2021 (+6,3 %) de même qu'au Luxembourg (+7,2 %) s'est aussi soldée par une accélération de l'inflation dans le contexte d'un déséquilibre majeur entre la forte reprise de la demande pour les biens, entravée pendant la pandémie, et une offre inhibée par des problèmes dans les chaînes d'approvisionnement liés encore à des mesures de restriction dans d'autres parties du globe.

L'année 2022 a été économiquement impactée par la guerre injustifiée de la Russie contre l'Ukraine en février provoquant, entre autres, une hausse inégalée des prix de l'énergie⁴ et d'autres matières premières, y compris des terres rares. Par ailleurs, l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) de la zone euro, qui avait déjà progressé de 5,1 % entre janvier 2021 et janvier 2022, une inflation déjà beaucoup trop élevée, a accéléré davantage pour atteindre un taux d'inflation de 10,6 % en octobre, le niveau le plus élevé jamais observé et très largement supérieur à l'objectif d'inflation à moyen terme de la BCE (voir le tableau 12).

Dans ce contexte géopolitique instable, d'une multitude d'incertitudes y compris économiques, l'activité économique a progressivement ralenti au Luxembourg, davantage que dans la zone euro. Aussi, le PIB du Luxembourg s'est contracté de -0,5 % au premier trimestre et de -0,8 % au deuxième trimestre 2022, tandis que celui de la zone euro a progressé de +0,5 % et +0,9 % (voir le tableau 1).

Au cours du deuxième semestre de l'année 2022, le Luxembourg a connu un léger rebond au troisième trimestre (+0,3 %) suivi d'une chute très marquée au quatrième trimestre (-1,2 %). Par contre, dans la zone euro la croissance a été plus forte au troisième trimestre (+0,6 %) et avant un léger repli au quatrième trimestre (-0,1 %).

Au final, la croissance annuelle moyenne du PIB en volume au Luxembourg s'est affichée à 1,4 % en 2022, en forte baisse par rapport à 2021. La valeur ajoutée brute (VAB) en volume du secteur financier s'est contractée de 4,5 % et a ainsi pesé sur la progression du PIB. Son recul est en partie lié à la baisse des marchés boursiers observée entre la fin 2021 et la fin 2022 (comme en témoigne l'indice Euro Stoxx qui avait clôturé l'année 2022 en baisse de 12 % sur un an), ce qui a engendré une baisse de la valeur nette d'inventaire (VNI) des organismes de placement collectifs (OPC)⁵.

Cependant, la croissance du PIB de la zone euro est restée comparativement élevée en 2022, à 3,5 %. Contrairement au Luxembourg, la mauvaise performance du secteur financier a pesé moins sur le PIB de la zone euro, ce qui a permis à l'économie de mieux bénéficier du rebond post-pandémique enregistré dans les autres branches de l'économie et notamment dans les activités de services.

En 2023, les mesures de politique monétaire prises en réaction à l'inflation très élevée et dans un contexte conjoncturel languissant ont contribué à ralentir l'économie dans la zone euro, par le biais d'un resserrement des conditions de financement⁶.

4 Entre février et août 2022, le prix (de gros) du gaz est passé de 182 à 456 euros par mégawatt heure (MWh). Le prix (de gros) de l'électricité, dont le profil des variations est en lien direct avec celui du gaz, est pour sa part passé de 80 à 256 euros par MWh sur la même période. En moyenne annuelle, le prix (de gros) du gaz s'est établi à 258 euros par MWh en 2022, soit une hausse de 132 % par rapport à 2021. Le prix (de gros) de l'électricité a pour sa part atteint 123 euros par MWh en moyenne en 2022, soit une hausse de 164 %.

5 En moyenne annuelle, la VNI des OPC a reculé de 2,5 % en 2022. Il s'agissait du premier recul depuis 2009.

6 À partir de juillet 2022, le Conseil des gouverneurs de la BCE a commencé à resserrer la politique monétaire, un revirement qu'il avait déjà annoncé bien à l'avance. Entre autres, il a décidé de relever substantiellement et en plusieurs étapes le taux de la facilité de dépôt, de -0,5 % en juin 2022 à 4,0 % en septembre 2023. L'objectif de ce resserrement a consisté à freiner l'inflation, qui avait atteint des niveaux extrêmement élevés, et à s'assurer qu'à terme le taux d'inflation de l'IPCH dans la zone euro convergerait durablement vers l'objectif de 2 % à moyen terme.

Selon les dernières estimations disponibles, le PIB en volume du Luxembourg se serait replié de 1,1 % en moyenne en 2023 par rapport à l'année 2022, soit une contraction d'une ampleur quasiment identique que lors de la pandémie en 2020 (-0,9 %). Ce recul du PIB en 2023, qui fait suite au ralentissement important de la croissance l'année précédente (1,4 %), est principalement dû au secteur financier au sens large⁷, qui est proportionnellement plus important au Luxembourg que dans le reste de la zone euro⁸.

Dans la zone euro, le niveau du PIB en volume a également quasiment stagné entre le troisième trimestre 2022 et le premier trimestre 2024. En moyenne annuelle, la croissance du PIB en volume dans la zone euro a fortement ralenti, de 3,5 % en 2022 à 0,4 % en 2023 (voir le tableau 1).

Au final, sur la période 2020-2023, l'économie du Luxembourg a connu une croissance comparative plus élevée que la zone euro en 2020 et 2021 (+ 6,3 % en cumulé, contre +0,3 % dans la zone euro), alors que l'inverse a été le cas sur la période 2022-2023 (+0,3 % en cumulé au Luxembourg, contre +3,9 % dans la zone euro)⁹.

Sans préjudice du récent décalage relatif entre la zone euro et l'économie luxembourgeoise, il peut être noté que le PIB en volume au Luxembourg en 2023 est de 6,5 % supérieur à celui de 2019 alors que celui de la zone euro est de 3,9 % supérieur à celui de 2019.

Cette relative bonne performance de l'économie luxembourgeoise est due à l'année 2020 et dans une moindre mesure à l'année 2021, grâce, entre autres, à la mise en œuvre de mesures budgétaires nationales pour contrer les effets de la crise économique déclenchée par la pandémie et à l'intervention de la politique monétaire, qui a pu éviter une crise financière.

Plus récemment en 2024, le ralentissement significatif de l'inflation dans la zone euro a permis à la BCE de baisser graduellement ses taux d'intérêt à partir de juin¹⁰. Le taux de variation annuel de l'IPCH a baissé de 8,6 % en janvier 2023 à 2,8 % en janvier 2024 et 2,5 % en juin 2024. En octobre, il s'est établi à 2,0 %. Ce recul de l'inflation globale est dû à une baisse des prix de l'énergie, dont le taux d'inflation est devenu négatif, et à un recul de l'inflation hors énergie.

L'activité économique a continué à progresser en 2024. Selon les dernières statistiques disponibles, la croissance trimestrielle dans la zone euro s'est établie en moyenne à 0,3 % au cours des six premiers mois de l'année, soit en accélération par rapport aux quatre trimestres de l'année précédente. Au troisième trimestre 2024, le PIB réel de la zone euro a accéléré davantage en affichant une croissance de 0,4 %.

7 La contribution du secteur financier (au sens large) à la baisse de -1,1 % du PIB en volume s'élève à -1,6 p.p. Les contributions des branches des transports (-0,5 p.p.) et de la construction (-0,4 p.p.) étaient aussi fort négatives.

8 Dans le contexte du recul de la VAB du secteur financier, le secteur bancaire au Luxembourg a néanmoins enregistré en 2023 une très forte hausse de ses résultats opérationnels, entre autres en raison d'une forte hausse de la marge sur intérêts. Cependant, certaines opérations ordinaires des banques ne sont pas reflétées dans la VAB du secteur bancaire, ce qui peut entraîner une divergence avec les agrégats de la comptabilité nationale, dont notamment la croissance du PIB en volume en 2023. Par contre, les profits résultant des opérations du secteur bancaire ont généré des recettes fiscales pour l'Etat très importantes, qui impactent déjà favorablement le solde budgétaire en 2024 et qui continueront à avoir un effet positif sur les soldes budgétaires des prochaines années. Voir aussi ci-après le chapitre 2.2.2 relatif à l'impôt sur le revenu des sociétés et l'encadré 2 « Les impôts sur le revenu payés par les banques » publié dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2024 (https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/BCLAnalyse/encadres/20241E12.pdf).

9 Cette divergence est principalement attribuable au secteur financier, qui est proportionnellement plus important au Luxembourg. Ce secteur a connu une forte croissance en 2021, avant de ralentir sensiblement en 2022 et 2023. Au Luxembourg, la contribution du secteur financier à la croissance globale de la valeur ajoutée brute (VAB) a été de +3,1 p.p. en 2021, -1,0 p.p. en 2022 et -1,6 p.p. en 2023. Pour la zone euro, sa contribution a été quasi nulle de 2021 à 2023. En ce qui concerne le reste de l'économie, les principales différences proviennent du secteur public, dont la contribution a été plus élevée au Luxembourg que dans la zone euro, alors que l'inverse a prévalu pour le secteur de la construction.

10 À partir de juin 2024, le Conseil des gouverneurs de la BCE a amorcé une détente de sa politique monétaire en abaissant de 25 points de base le taux de la facilité de dépôt, des opérations principales de refinancement et de la facilité de prêt marginal à respectivement 3,75 %, 4,25 % et 4,50 %. Les baisses additionnelles intervenues en septembre et en octobre 2024 ont amené ces taux à respectivement 3,25 %, 3,40 % et 3,65 %.

Au Luxembourg, la croissance semble redevenue plus dynamique que dans la zone euro. Sur les six premiers mois de l'année 2024, l'économie luxembourgeoise a progressé à un rythme trimestriel moyen de 0,7 %, soit plus du double de celui observé dans la zone euro (0,3 %)¹¹.

Il n'en reste pas moins que les mesures de soutien budgétaire ont eu un coût considérable qui a eu pour effet de détériorer le solde budgétaire et de gonfler la dette publique. La récente période rappelle ainsi qu'une petite économie ouverte n'est jamais à l'abri de chocs ou de crises externes de natures différentes qui peuvent être déstabilisateurs. S'il n'est pas possible de prévoir de tels chocs ou crises externes, il doit néanmoins être toujours assuré de pouvoir contrer les effets négatifs de ces derniers au travers d'une politique budgétaire adéquate et ce, avec toute la vigueur nécessaire. Toutefois ceci ne pourra être réalisé qu'avec des finances publiques saines et en l'absence de déséquilibres macroéconomiques.

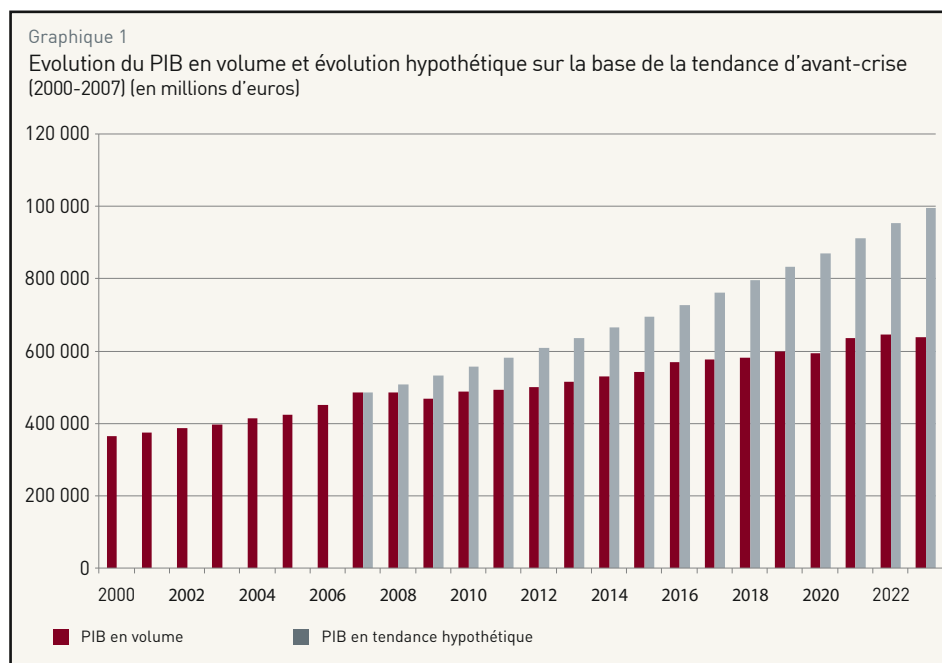
1.1.2. La croissance de plus long terme

1.1.2.1. La dynamique de croissance depuis la crise de 2008 : une césure

Dans ce contexte, il importe également de garder à l'esprit, non pas dans un esprit normatif mais dans une optique d'analyse, les conséquences que les crises financière et pandémique ont fini par avoir directement ou indirectement sur le potentiel de croissance des 15 dernières années.

Le niveau du PIB en volume en 2023 reste substantiellement inférieur à celui qui aurait été atteint si le dynamisme de la croissance observé avant la crise financière s'était maintenu après 2008. Cet écart s'est encore creusé avec la récession en 2023. Le niveau du PIB en volume observé en 2023 reste ainsi inférieur de près de 36 % au niveau qui aurait été atteint avec la croissance tendancielle d'avant crise. En effet, depuis 2008 le taux de croissance moyen s'est établi à seulement 1,7 % et donc bien en deçà du taux moyen de 4,6 % observé sur la période 2000-2007.

Les barres rouges du graphique 1 affichent la trajectoire observée du PIB réel sur la période s'étendant de 2000 à 2023. Les barres grises représentent la trajectoire conditionnée à l'hypothèse selon laquelle l'économie luxembourgeoise aurait maintenu son rythme de croissance d'avant la crise financière ¹². La « différence » cumulée entre la trajectoire observée et la trajectoire hypothétique est équivalente à un montant de 277 milliards d'euros, ce qui correspond à environ 5,7 (4,3) fois le PIB en volume de l'année 2008 (2023).



Sources: STATEC, calculs BCL

¹¹ Les données du troisième trimestre 2024 devraient être publiées le 6 décembre prochain.

¹² Cette référence est choisie non pas dans une finalité normative mais pour analyser dans quelle mesure la crise a affecté l'évolution au cours des quelque 15 dernières années.

Tableau 1 :

PIB en volume au Luxembourg et dans la zone euro : taux de variation en pourcentage par rapport au trimestre précédent (T-1), en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente (T-4) et taux de variation annuel moyen¹³

	LUXEMBOURG			ZONE EURO		
	TAUX DE VARIATION TRIMESTRIEL (T-1)	TAUX DE VARIATION ANNUEL (T-4)	TAUX DE VARIATION ANNUEL MOYEN	TAUX DE VARIATION TRIMESTRIEL (T-1)	TAUX DE VARIATION ANNUEL (T-4)	TAUX DE VARIATION ANNUEL MOYEN
2019-T1	0,4	1,3		0,6	1,8	
2019-T2	1,8	3,8		0,4	1,7	
2019-T3	0,3	3,3		0,2	1,8	
2019-T4	0,8	3,2	2,9	0,0	1,2	1,6
2020-T1	-1,2	1,7		-3,3	-2,8	
2020-T2	-6,2	-6,3		-11,1	-13,9	
2020-T3	8,4	1,3		11,7	-4,1	
2020-T4	-0,5	-0,2	-0,9	0,3	-3,8	-6,0
2021-T1	3,5	4,8		0,6	0,1	
2021-T2	0,7	12,5		2,2	15,2	
2021-T3	0,4	4,1		1,9	5,1	
2021-T4	3,1	7,5	7,2	0,8	5,6	6,3
2022-T1	-0,5	3,8		0,5	5,5	
2022-T2	-0,8	2,3		0,9	4,1	
2022-T3	0,3	2,0		0,6	2,8	
2022-T4	-1,2	-2,3	1,4	-0,1	1,9	3,5
2023-T1	0,3	-1,3		0,0	1,4	
2023-T2	0,1	-0,4		0,1	0,5	
2023-T3	-1,1	-1,9		0,0	0,0	
2023-T4	0,1	-0,8	-1,1	0,1	0,1	0,4
2024-T1	0,7	-0,2		0,3	0,5	
2024-T2	0,6	0,4		0,2	0,6	
2024-T3				0,4	0,9	

Sources : STATEC, EUROSTAT

13 En octobre 2024, le STATEC a publié les comptes des secteurs institutionnels pour l'année 2023 et une actualisation des données relatives aux finances publiques.

Les premières estimations annuelles de la comptabilité nationale pour l'année 2023 datent de mars 2024 et, contrairement à la coutume, elles n'ont pas été mises à jour en octobre 2024. Les détails additionnels qui sont généralement publiés avec les millésimes d'automne (décomposition de la production plus fine par branches d'activité) n'ont également pas été publiés. Il est donc impossible d'analyser davantage la baisse de la valeur ajoutée en 2023, et notamment son origine dans les sous-branches du secteur financier.

Suite aux recommandations d'Eurostat, en 2024 tous les pays de l'UE procèdent à une révision de benchmark coordonnée (« benchmark revision ») des comptes nationaux et de la balance des paiements. L'objectif de cette révision est de mettre en œuvre les changements introduits par le règlement modifié du SEC 2010 (Voir sous <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32023R0734.pdf>), d'incorporer de nouvelles sources de données et d'autres améliorations méthodologiques. Tous les pays de l'UE, à l'exception du Luxembourg, ont déjà procédé à cet exercice de ré-estimation (voir <https://ec.europa.eu/eurostat/web/esa-2010/data-revision>). Le STATEC devrait introduire ces révisions dans les estimations pour le Luxembourg au plus tôt en 2025.

Ces réestimations ont forcément eu une incidence sur les agrégats de la zone euro, mais qui reste mineure. Les changements portent principalement sur le niveau des agrégats et leurs incidences sur les taux de variation annuels moyens (ou les taux trimestriels) sont économiquement non-significatives. Voir sous <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/737960/0/Information-on-GDP-impacts-and-main-changes.pdf>.

Ces réestimations ont néanmoins eu des incidences plus importantes sur la croissance moyenne et le profil de croissance des agrégats des différents pays de l'UE, en particulier des économies de plus petite taille. Ceci laisse présager que les incidences sur les agrégats de la comptabilité nationale du Luxembourg pourraient ne pas être négligeables.

Tableau 2 :

Luxembourg : Évolution du PIB nominal, du PIB réel et du déflateur du PIB (resp. en millions d'euros, en % et en indice (2015=100))

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB nominal	37 642	40 010	39 051	42 403	44 324	46 526	49 095	51 791	54 142	56 208	58 169	60 121	62 432	64 524	72 361	77 529	79 310
Var. annuelle	10,1	6,3	-2,4	8,6	4,5	5,0	5,5	5,5	4,5	3,8	3,5	3,4	3,8	3,4	12,1	7,1	2,3
PIB réel	48 634	48 488	46 917	48 682	49 190	50 002	51 588	52 941	54 142	56 838	57 586	58 288	59 988	59 442	63 703	64 583	63 875
Var. annuelle	8,1	-0,3	-3,2	3,8	1,0	1,6	3,2	2,6	2,3	5,0	1,3	1,2	2,9	-0,9	7,2	1,4	-1,1
Déflateur du PIB	77,4	82,5	83,2	87,1	90,1	93,0	95,2	97,8	100,0	98,9	101,0	103,1	104,1	108,5	113,6	120,0	124,2
Var. annuelle	1,9	6,6	0,9	4,6	3,4	3,3	2,3	2,8	2,2	-1,1	2,1	2,1	0,9	4,3	4,6	5,7	3,4

Source : STATEC

Le tableau 3 montre les données correspondantes pour la zone euro.

Tableau 3 :

Zone euro : Évolution du PIB nominal, du PIB réel et du déflateur du PIB (resp. en milliards d'euros, en % et en indice (2020=100))

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
PIB nominal	9 481	9 720	9 382	9 646	9 922	9 953	10 058	10 299	10 661	10 954	11 366	11 744	12 138	11 615	12 613	13 724	14 595
Var. annuelle	5,6	2,5	-3,5	2,8	2,9	0,3	1,1	2,4	3,5	2,7	3,8	3,3	3,4	-4,3	8,6	8,8	6,3
PIB réel	11 213	11 259	10 757	10 981	11 170	11 064	11 044	11 203	11 439	11 647	11 950	12 161	12 359	11 615	12 351	12 786	12 836
Var. annuelle	3,0	0,4	-4,5	2,1	1,7	-1,0	-0,2	1,4	2,1	1,8	2,6	1,8	1,6	-6,0	6,3	3,5	0,4
Déflateur du PIB	84,6	86,3	87,2	87,9	88,8	90,0	91,1	91,9	93,2	94,0	95,1	96,6	98,2	100,0	102,1	107,3	113,7
Var. annuelle	2,5	2,1	1,0	0,7	1,1	1,3	1,2	0,9	1,4	0,9	1,1	1,5	1,7	1,8	2,1	5,1	5,9

Source : EUROSTAT

1.1.2.2. La composition de la croissance

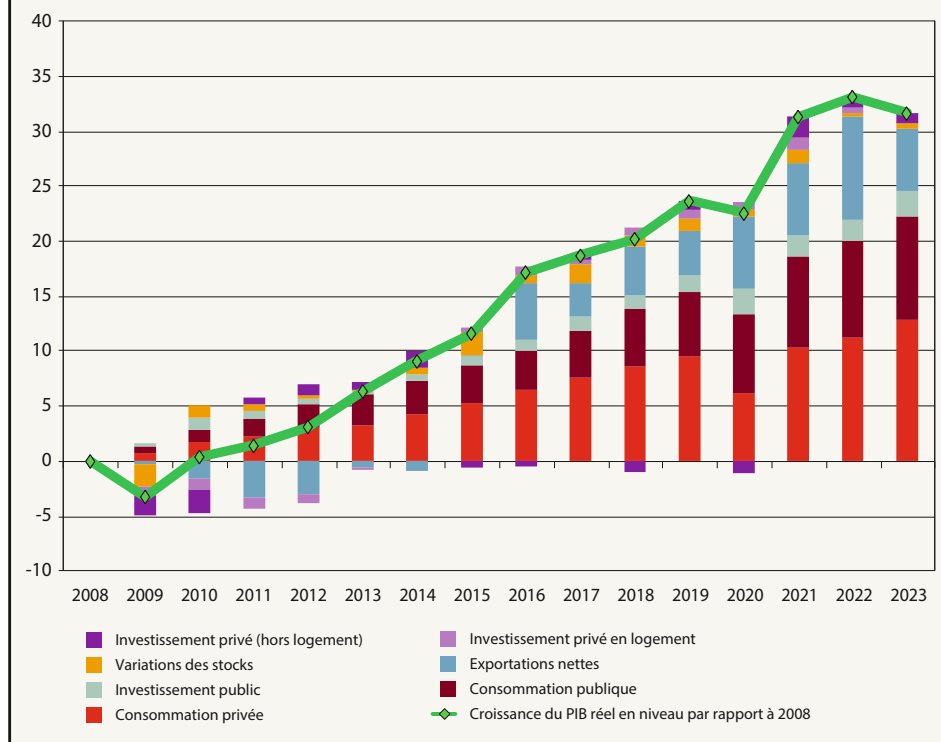
Le graphique 2 représente la croissance du PIB réel du Luxembourg par rapport à son niveau observé en 2008 ainsi que la contribution des différentes composantes de la demande à cette croissance.

Depuis le début de l'année 2008, les dépenses de consommation publique et les investissements publics ont contribué positivement à l'évolution du PIB réel et leurs niveaux en 2023 sont restés largement supérieurs à ceux de 2008. En 2023, la croissance des dépenses publiques (en volume) s'est établie à 2,5 %, après 2,6 % en 2022. Il s'agit d'un ralentissement net après une hausse moyenne très élevée sur la période 2020-2021 (6,2 % en moyenne) du fait des dépenses exceptionnelles liées à la gestion de la crise sanitaire (tests de dépistage, campagnes de vaccination), des transferts sociaux en nature¹⁴ et de la progression de la masse salariale dans le secteur public. Au total, les dépenses de consommation publique¹⁵ ont progressé de 68 % depuis 2008. La hausse continue de la consommation

14 Les transferts sociaux en nature correspondent aux biens et services individuels fournis aux ménages, que ces biens et services aient été achetés sur le marché ou produits (production non marchande) par les administrations publiques ou les ISBLSM (institutions sans but lucratif au service des ménages, regroupant l'ensemble des unités privées dotées de la personnalité juridique qui produisent des biens et services non marchands au profit des ménages). Ils comprennent donc à la fois (i) les prestations sociales en nature qui relèvent du champ de la protection sociale, c'est-à-dire les biens et services fournis directement par les administrations publiques (aide personnalisée au logement par exemple) et ceux que les ménages bénéficiaires achètent eux-mêmes et se font ensuite rembourser (médicaments, soins médicaux) et (ii) les transferts de biens et services individuels non marchands produits par les administrations publiques ou les ISBLSM, en particulier pour l'éducation et la santé.

15 La consommation finale des administrations publiques peut être divisée en deux catégories distinctes. La première catégorie regroupe les dépenses de consommation collective (défense, justice, etc.) qui bénéficient à la société dans son ensemble, ou à de larges pans de la société sous la forme de biens et services publics. La seconde comprend les dépenses de consommation individuelle (soins de santé, logement, éducation, etc.) engagées par les administrations pour le compte des ménages individuels. Cette catégorie de dépenses est égale aux transferts sociaux en nature des administrations vers les ménages et, à ce titre, elle inclut les dépenses engagées par les administrations publiques en produits et services marchands fournis aux ménages.

Graphique 2
Progression du PIB réel en niveau par rapport à 2008 (en %) et contributions (en p.p.)
des différentes composantes¹⁷



Sources : STATEC, calculs BCL

publique par rapport à l'année 2008 ne permet pas de conclure que cette trajectoire peut se prolonger dans le futur, car la consommation publique ne constitue pas un moteur autonome de croissance et doit respecter la contrainte budgétaire intertemporelle.

Les dépenses d'investissement pour l'année 2023 ont reculé légèrement, à savoir -1,0 %. En 2023, l'investissement public s'est inscrit en progression de 67 % par rapport à son niveau de 2008. En variation annuelle, ces dépenses avaient reculé de 6,3 % en 2021, puis de 1,4 % en 2022, après la hausse particulièrement élevée qui avait été observée en 2020 (+14,9 %)¹⁶.

16 En sus des dépenses d'investissement habituelles (il s'agit par exemple des dépenses en recherche et développement, des dépenses de construction de bâtiments et d'infrastructure ou des dépenses en matériels de transport qui, le cas échéant, peuvent être dopées par la livraison de matériel militaire), ce poste a augmenté non seulement suite aux investissements liés à la lutte contre la propagation du virus (achats de matériel médical par exemple), mais aussi à cause des dépenses effectuées en 2020 en lien avec l'acquisition d'un avion militaire. Le coût total pour l'avion militaire, environ 200 millions d'euros, équivalait à 0,3 % du PIB de l'année 2020. Sans l'acquisition de cet aéronef, la hausse de l'investissement public aurait été d'environ 6,7 % en 2020 et de 1,0 % en 2021.

17 La progression du PIB réel se calcule par la somme des contributions à la croissance des différentes composantes du PIB. La contribution à la croissance d'une composante se calcule par la multiplication de sa part relative (α) dans le PIB et de son taux de croissance. Tous les taux de croissance sont calculés par rapport à l'année de référence 2008.

$$\frac{\text{PIB}_t - \text{PIB}_{2008}}{\text{PIB}_{2008}} = \sum_{D \in Z} \alpha_D \cdot \frac{D_t - D_{2008}}{D_{2008}}, \quad Z = \{C, G, I_{\text{privé}}, I_{\text{pub}}, X-M, \Delta \text{Stocks}\}$$

où C représente la consommation privée, G la consommation publique, Iprivé l'investissement privé (qui résulte de la somme de l'investissement privé hors logement et de l'investissement privé en logement), Ipub l'investissement public, X-M les exportations nettes (X représente les exportations de biens et services et M représente les importations de biens et services) et Δ Stocks les variations de stocks. Le symbole α_D représente la part de la composante D dans le PIB en valeur de l'année 2008. Dans cette décomposition comptable traditionnelle du PIB, on impute l'entièreté des importations aux exportations. Il s'agit d'une hypothèse très forte pour une petite économie ouverte où les relations économiques extérieures ont une très forte incidence sur l'offre et la demande. Les importations ont évidemment une incidence sur les exportations à travers la production locale, l'hypothèse sous-jacente à la décomposition habituelle. Mais, pour satisfaire sa demande interne, un petit pays est aussi contraint d'importer des biens de consommation et des biens d'équipement qui ne sont pas produits localement. Une alternative serait d'imputer les importations à chaque composante de la demande totale en fonction de son contenu en importations. Ceci changerait l'image de la composition du PIB et, en général, la part des composantes de la demande domestique dans le PIB serait réduite en faveur de celle des exportations. Dans une publication datant de 2000 (« Du contenu en importations », Cahier du CREA-Cunlux-Statec, N°92-00), le STATEC avait illustré le cadre théorique de cet exercice sur la base de données préliminaires. Les contenus en importations de la consommation privée, l'investissement, la consommation publique et les exportations totales avaient été estimés aux alentours de 55 %, 62 %, 28 %, et 47 %. En 2021, corrigés de tels contenus en importations, la consommation privée compterait pour 13 % dans le PIB en valeur, la consommation publique pour 4 %, l'investissement pour 8 % et les exportations pour 75 %. Ces parts seraient donc toutes nettement plus faibles que celles utilisées dans la présentation habituelle (ou dans nos calculs, où l'on utilise des parts de 2008) avec des parts de 30 %, 17 %, 18 % et 211 %.

La croissance des dépenses de consommation privée a sensiblement accéléré en 2023 (+4,0 %, après +2,3 % en 2022) dans un contexte de réduction de taux de TVA, d'une hausse du revenu disponible réel des ménages (voir le sous-chapitre 1.1.4 ci-après) et d'une épargne abondante. La consommation privée est l'une des composantes ayant le plus fortement contribué à la croissance depuis la crise financière de 2008¹⁸. Elle a connu une progression cumulée de 43 % depuis 2008, qui est supérieure à celle du PIB réel (32 %). Or, cette progression s'explique dans une large mesure par la forte hausse de la population (+36 %) sur cette période¹⁹.

Comme le montre le graphique 2, hormis en 2020, la contribution de la consommation privée n'a jamais reculé, y compris lors des années de plus faible croissance économique. En effet, les stabilisateurs automatiques, qui opèrent, entre autres, à travers les transferts nets de l'État (chômage partiel, transferts sociaux) ont permis d'atténuer les effets négatifs que les différentes crises auraient pu avoir sur les dépenses de consommation des ménages. Cette relative bonne tenue de la consommation privée ne doit toutefois pas être considérée comme étant le garant d'une croissance future. Dans une petite économie ouverte, le principal moteur d'une croissance soutenue ne saurait résider dans une évolution autonome de la consommation privée des ménages.

Le graphique 3 sépare la contribution à cette croissance provenant des exportations et des importations, en comparant le PIB réel en 2023 à son niveau en 2008²⁰.

Ceci changerait aussi l'image de la croissance économique et les contributions des composantes de la demande. Le graphique 2 se présenterait donc fort différemment. La croissance économique serait largement dominée par les exportations, étant donné que leur part dans le PIB serait de loin la plus élevée (75 %) et bien plus élevée que la part des exportations nettes des importations totales (35 %) dans la présentation traditionnelle. Les contributions des composantes de la demande domestique seraient bien plus réduites. Une telle présentation permettrait aussi de montrer que la croissance économique du Luxembourg dépend nettement plus des exportations, et donc de la demande externe, que de la demande domestique. Ceci indiquerait à son tour qu'une relance de la croissance par un stimulus de la demande domestique, sans préjudice de certains effets sectoriels, ne peut pas véritablement être couronnée de succès dans une petite économie ouverte. Le stimulus de la consommation et de l'investissement induirait une « fuite » vers les importations, étant donné leurs contenus en importations élevés et il n'aurait donc qu'un impact réduit sur la production locale.

Un exercice empirique n'est pas possible étant donné que les données nécessaires ne sont pas disponibles. Pour une réplique du graphique 2 avec la présentation alternative, il serait nécessaire de disposer des composantes de la demande corrigées chaque année pour leur contenu en importations. Pour la consommation privée et la consommation publique, il pourrait être concevable de baser les calculs sur des parts fixes, admettant implicitement que leur composition reste assez stable. En revanche, cette hypothèse ne peut être retenue pour l'investissement et les exportations totales.

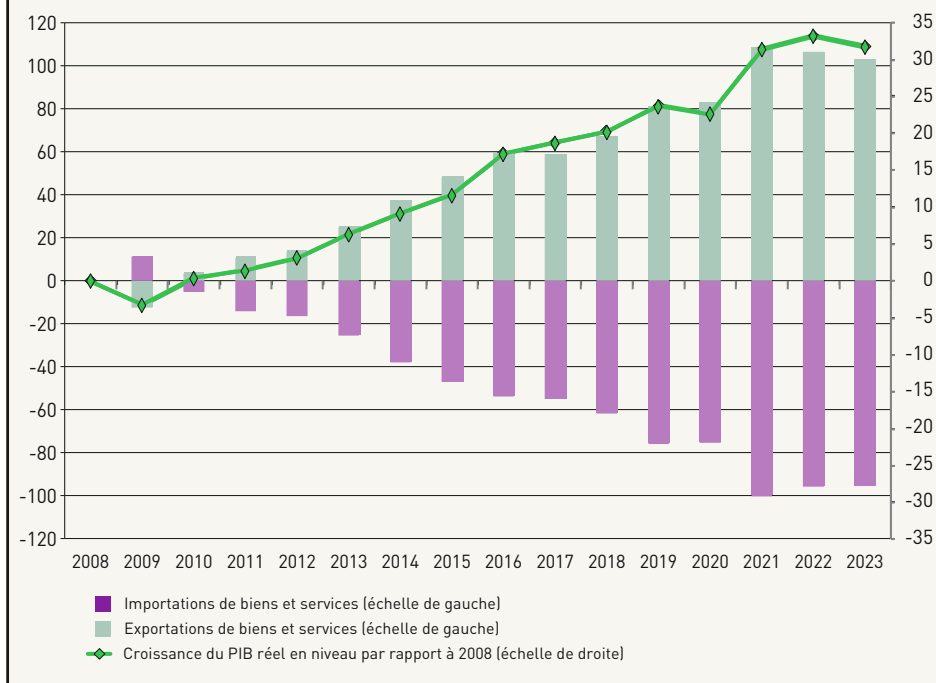
18 Par exemple, en 2023 le PIB réel du Luxembourg s'est établi à un niveau qui dépasse de 32 % celui qui avait été observé en 2008. Les trois composantes ayant le plus contribué à ce résultat sont – par ordre d'importance – la consommation privée, la consommation publique et les exportations nettes. Entre 2008 et 2023, les dépenses de consommation privée ont enregistré une hausse de 43 %. Étant donné que la part de la consommation privée dans le PIB est de 30 %, la contribution de la consommation privée à la progression du PIB par rapport à 2008 s'élève à 12,9 points de pourcentage (p.p.), comme indiqué par la barre rouge sur le graphique 2. La consommation publique a progressé de 68 % entre 2008 et 2023 et, son poids dans le PIB étant de 14 %, elle a contribué à hauteur de 9,4 p.p. à la croissance du PIB sur la même période comme indiqué par la barre bordeaux du graphique. Enfin, la contribution des exportations nettes du Luxembourg à la croissance s'est établie à 5,7 p.p. (barre bleue). Ces trois composantes expliquent au total 28 p.p. de la croissance de 32 % du PIB observée entre 2008 et 2023 (soit 88 %).

Les autres composantes de la demande et les variations de stocks expliquent une infime partie de la croissance du PIB observée entre 2008 et 2023. Il apparaît que les contributions à la croissance de l'investissement privé (hors logement), des variations de stocks et de l'investissement public ont été de respectivement 0,9 p.p. (barre violette), 0,5 p.p. (barre orange) et 2,3 p.p. (barre bleu clair). La contribution de l'investissement privé en logement a été nulle (0,0 p.p.).

19 En corrigeant pour l'effet démographique, la consommation privée par habitant affiche en 2023 une modeste progression de 4,7 % par rapport à l'année 2008.

20 Entre 2008 et 2023, les exportations et les importations ont progressé de respectivement 62 % et 75 %. Étant donné que les exportations représentent 166 % du PIB, la contribution des exportations à la progression du PIB en 2023 par rapport à 2008 s'élève à 103 points de pourcentage (p.p.), comme indiqué par la barre verte sur le graphique 3. Les importations représentant 127 % du PIB, la contribution des importations à la progression du PIB en 2023 par rapport à 2008 est négative et s'élève à -95 p.p., comme indiqué par la barre violette. Le graphique 2 montre que les évolutions du commerce extérieur (exportations et importations) ont expliqué une part non négligeable des variations du PIB par rapport à l'année 2008.

Graphique 3
Progression du PIB réel en niveau par rapport à 2008 (en %) et contributions (en p.p.) des deux composantes du commerce extérieur (exportations et importations de biens et services)



Sources : STATEC, calculs BCL

la deuxième année consécutive au cours de laquelle les exportations totales ont reculé.

L'investissement privé hors logement²¹ est repassé en 2011 au-dessus du niveau atteint en 2008, sans toutefois parvenir à se maintenir de manière durable à un niveau plus élevé. Le redressement observé en moyenne entre 2011 et 2014 a sans nul doute permis d'élargir la capacité productive des entreprises. Les évolutions observées par la suite, au cours des six années suivantes (de 2015 à 2020), sont en moyenne allées dans le sens contraire. En revanche, la reprise marquée des dépenses d'investissement en 2021 ne s'est pas confirmée en 2022 et 2023. Au final, ces dépenses d'investissement privé hors logement affichent une hausse de 9,2 % par rapport à 2008.

L'investissement privé en logement²² a enregistré une baisse marquée en 2022 (14 % sur un an²³) et reculé de 9,4 % en 2023, mais évolue depuis 2014 au-dessus de son niveau de 2008. Toutefois, l'écart par rapport à 2008 s'est réduit à 1,2 % en 2023 (après avoir atteint 30 % en 2021).

L'interprétation est moins évidente pour la composante « variations de stocks ». Premièrement, dans une économie dominée par les activités de services, la constitution de stock de produits semi-finis ou finis n'est en général pas très importante, contrairement à une économie dominée par l'industrie manufacturière. Deuxièmement, cette composante comprend aussi les « Acquisitions moins cessions d'objets de valeur » ainsi que la composante résiduelle des calculs. Finalement, étant donné que cette

Les exportations de biens et services, tout comme les importations de biens et services ont retrouvé en 2010 leur niveau de l'année 2008. Mais, ce n'est que depuis 2016 que leurs dynamiques respectives ont permis aux exportations nettes de fournir à nouveau des contributions significativement positives à la croissance du PIB réel par rapport à leur niveau de 2008 (voir graphique 2). Depuis 2008, les exportations nettes ont contribué à hauteur de 5,7 points de pourcentage à la croissance du PIB (voir barre bleue turquoise du graphique 2). En 2023, dans le contexte de la récession au Luxembourg, la contribution des exportations nettes a toutefois été négative (- 2,6 p.p.), du fait d'un recul des exportations (-1,4 %) qui a été plus important que celui des importations. Il s'agit d'ailleurs de

21 Les statistiques relatives à l'investissement privé doivent être considérées avec précaution en raison des fréquentes révisions.

22 L'investissement privé en logement est constitué essentiellement des achats de logements neufs et des travaux d'entretien et d'amélioration portant sur des immeubles existants (y compris les transformations en logements).

23 Cette série est très volatile et sujette à d'importantes révisions.

composante est définie en « variation » et non en « niveau », un point de référence naturel n'existe pas pour les « stocks ». On peut uniquement constater une accumulation ou un écoulement de « stocks » par rapport à une période choisie. Par exemple, en 2009, un écoulement de stocks a été observé par rapport à l'année 2008, tandis qu'en 2015 ou 2017, une accumulation de stocks a été observée. Au total, par rapport à l'année 2008, les variations de stocks auraient contribué à hauteur de 0,5 point à la progression de 32 % du PIB en volume.

En conclusion, la tendance au rééquilibrage de la croissance économique qui s'était amorcée à partir de 2015 et qui avait concerné l'ensemble des composantes de la demande, exception faite de l'investissement privé hors logement, s'était poursuivie jusqu'en 2019, mais a été abruptement interrompue en 2020 par la pandémie. La crise du COVID-19 a été rapidement suivie par la crise de l'énergie en 2022, ce qui n'a pas favorisé un processus de normalisation de l'économie. En 2023, les contributions relatives de la consommation privée et publique à la croissance du PIB par rapport à son niveau de 2008 se sont nettement renforcées pour représenter 70 % du total.

Les investissements privés avaient manqué de dynamisme depuis plusieurs années et, de ce fait, contribué de manière moins conséquente que d'autres composantes à la reprise d'après-crise financière. Ainsi, leur contribution positive à la croissance depuis 2021 est salubre, mais reste encore beaucoup trop modeste. En effet, une période prolongée de croissance dite « faible en investissements » ne saurait perdurer trop longtemps, car cela affecterait négativement le rapport stock de capital/PIB, réduisant la productivité et donc la croissance potentielle de l'économie. Nécessairement, une croissance élevée et durable passe par un redressement des investissements privés et un maintien de la croissance des exportations nettes²⁴.

Le dynamisme de la consommation publique a ralenti en 2022²⁵ et l'investissement public a subi une correction suite à la montée en puissance des dépenses d'équipement en 2020. Il n'en reste pas moins qu'au final, alors que la consommation publique a continué à progresser plus rapidement que le PIB au cours de ces deux dernières années, la contribution de ces deux composantes à la croissance du PIB entre 2008 et 2023 aurait avoisiné les 37 %. Il serait cependant illusoire de tabler sur la poursuite d'une telle composition de la croissance à l'avenir. La forte hausse des dépenses publiques s'est en effet soldée par une forte dégradation du solde budgétaire par rapport à ce qu'il était en 2008. Après des années marquées par la crise sanitaire et la forte hausse des prix de l'énergie en 2022/2023, la correction des déficits imposera le respect des contraintes budgétaires et donc nécessairement une modération des dépenses publiques qui, par conséquent, ne pourront plus contribuer dans le même ordre de grandeur à la croissance du PIB en volume.

24 C'est la raison pour laquelle des mesures de soutien à la consommation, privée et publique, ne permettront pas de stimuler durablement la croissance du PIB au Luxembourg. De plus, dans une petite économie ouverte telle que le Luxembourg, une grande partie de la consommation est importée, dégradant de ce fait les exportations nettes et limitant l'effet positif d'une relance par la consommation.

Les multiplicateurs budgétaires traduisent la réaction attendue de la croissance économique à une impulsion des finances publiques, généralement à travers une hausse des dépenses publiques ou une baisse des impôts, qui détériorent le solde budgétaire. Les multiplicateurs budgétaires sont en général inférieurs à l'unité et particulièrement faibles dans une petite économie ouverte telle que le Luxembourg, ce qui traduit d'importants effets d'éviction. En effet, une partie de la dépense additionnelle est importée (effet dit de fuite vers l'importation), dégradant de ce fait les exportations nettes et limitant l'effet positif initial d'une hausse des dépenses publiques. De plus, dans le cas d'une relance de la consommation privée (ou des investissements privés) à travers une baisse des impôts des ménages (ou des entreprises), l'incidence sur la croissance économique est plus faible vu qu'une partie de la baisse des impôts n'est pas dépensée par les agents, mais est thésaurisée (effet dit de fuite vers l'épargne). Etant donné que les multiplicateurs budgétaires sont inférieurs à l'unité, une éventuelle relance de la demande via une impulsion des finances publiques ne peut pas s'autofinancer, mais aboutit à une détérioration des finances publiques, un solde budgétaire et une dette publique plus élevés.

Pour une présentation plus détaillée et une application au Luxembourg (avec un modèle DSGE), voir « Les effets des politiques budgétaires sur la dynamique économique au Luxembourg - simulations avec le modèle EAGLE » dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2020 disponible sous https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/BCLAnalyse/20193A5.pdf.

25 Avec le recul de la pandémie, moins de dépenses publiques étaient nécessaires pour les soins de santé ou pour opérer des transferts directs aux ménages et entreprises.

1.1.3. Le revenu national brut

Le PIB et le RNB

Dans une très petite économie ouverte, il importe de considérer non seulement l'évolution du PIB, mais également celle du revenu national brut (RNB), tant en nominal qu'en réel²⁶.

Le PIB est un indicateur du revenu produit sur le territoire du Luxembourg ou, autrement dit, il mesure le revenu généré par l'ensemble des activités économiques sur le territoire luxembourgeois. Cette production bénéficie aux résidents du Luxembourg, mais aussi aux agents résidant sur un territoire étranger dès lors qu'ils travaillent au Luxembourg (travailleurs non-résidents) ou qu'ils détiennent des actifs sur le territoire luxembourgeois.

Par contre, le RNB²⁷ mesure le revenu total des agents résidant au Luxembourg. Ainsi, il exclut les revenus versés à des non-résidents et inclut les revenus des résidents provenant du reste du monde. Il est obtenu en déduisant du PIB la rémunération brute des travailleurs non-résidents (nette de la rémunération que des résidents ont pu recevoir en travaillant à l'étranger), les revenus de la propriété²⁸ versés au reste du monde (nets des revenus reçus) et, de manière plus négligeable, les impôts payés au reste du monde²⁹ (nets des subventions reçues du reste du monde). Le RNB est un indicateur conceptuellement plus proche de la notion du « pouvoir d'achat économique » de la population résidente que le PIB.

Le graphique 4 compare le PIB nominal au RNB. Le RNB apparaît relativement plus volatil que le PIB nominal.

À l'exception de l'année 2009, le PIB en valeur n'a cessé de croître depuis 2000. En revanche, le RNB a enregistré sept baisses sur la même période (2002, 2006, 2009, 2013, 2015, 2019 et 2023). En dépit de la pandémie, le PIB nominal et le RNB ont progressé en 2020.

26 Le RNB à prix constants n'est pas calculé dans la comptabilité nationale. « Il n'est généralement pas possible de décomposer les flux de revenus en une composante prix et une composante quantité [...]. Les flux de revenus ne peuvent être mesurés en termes réels que si l'on choisit des paniers donnés de biens et services à l'acquisition desquels sont généralement affectés les revenus, l'indice de prix d'un tel panier constituant le déflateur des revenus courants. Un tel choix est toujours arbitraire [...]. » Eurostat (2013) Système européen des comptes SEC2010, alinéa 10.46.

En pratique, lorsque les économistes souhaitent mesurer l'évolution du pouvoir d'achat du RNB, ils défalquent l'évolution du RNB à prix courants par celle du déflateur de la consommation privée ou de la demande domestique.

27 Les performances économiques du Luxembourg, mesurées par le RNB, ont des répercussions sur sa participation au financement du budget de l'Union européenne (UE). En effet, le budget de l'UE est financé à 90 % par des fonds dits « ressources propres » qui se composent majoritairement de contributions nationales fondées sur (i) le RNB des pays et (ii) la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) perçue par les États membres.

En 2023, la contribution du Luxembourg en faveur du budget de l'UE s'est élevée, selon les dernières données disponibles de la Commission, à 494 millions d'euros (0,6 % du PIB ou 1,0 % du RNB), dont 358 millions d'euros au titre de la ressource fondée sur le RNB (72 % du total), 83 millions au titre de la ressource fondée sur la TVA (17 %) et 53 millions d'euros pour la composante résiduelle (11 %).

Au niveau national, le RNB sert aussi de base pour le calcul de certaines dépenses. Ainsi, en marge de la réunion des ministres de la Défense des pays de l'OTAN du 15 février 2023, le Luxembourg s'est engagé à ce que ses dépenses militaires atteignent 2 % du RNB. D'ailleurs, depuis 2009, le Luxembourg consacre 1 % de son RNB à l'aide publique au développement.

28 Les revenus de la propriété sont ceux que perçoivent les propriétaires d'actifs financiers et d'actifs naturels quand ils les mettent à la disposition d'autres unités institutionnelles. Les revenus à payer pour l'utilisation d'un actif financier sont appelés « revenus d'investissements », alors que ceux à payer pour un actif naturel sont appelés « loyers ». Les revenus de la propriété correspondent à la somme des revenus d'investissements et des loyers.

29 Il s'agit essentiellement des impôts sur la production et les importations payés au reste du monde. En 2023, le solde de ces derniers s'est élevé à 194 millions d'euros, ce qui correspond à 0,25 % du PIB.

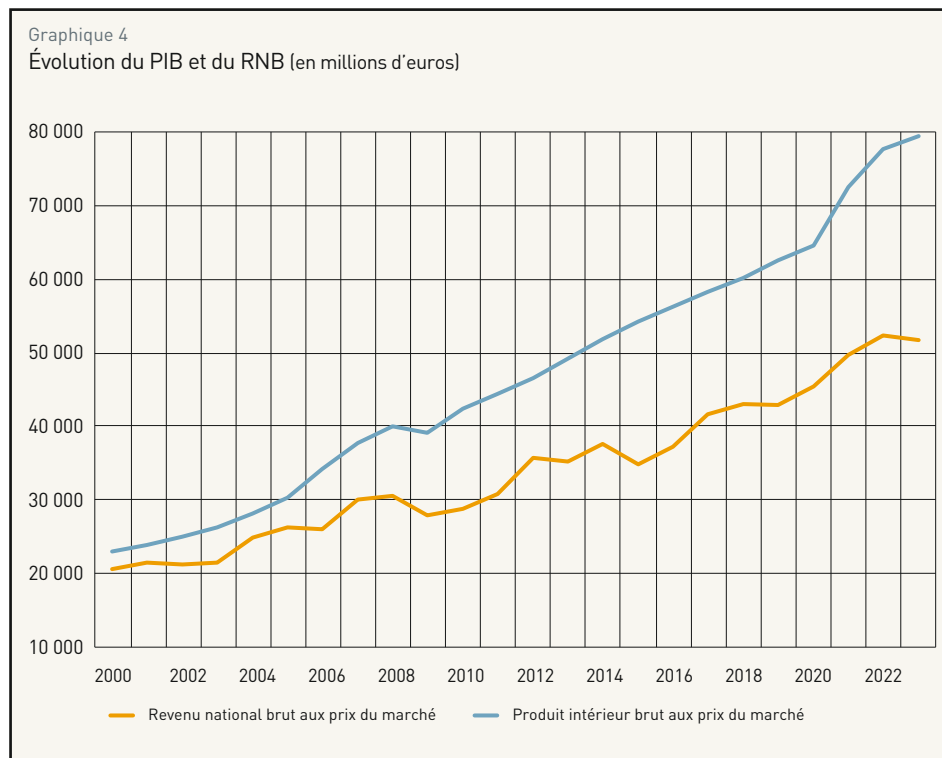
Depuis 2007, la différence entre les deux agrégats s'est notablement accrue. Elle a atteint un maximum en 2023, avec un écart de 28 milliards d'euros. Depuis 2007, le PIB nominal (+111 % en 2023 par rapport à son niveau de 2007) a aussi progressé plus vite que le RNB (+72 % en 2023 par rapport à son niveau de 2007).

En 2023, le recul du RNB s'est établi à 1,3 % (après +5,4 % en 2022), tandis que la croissance du PIB nominal a de nouveau ralenti en s'établissant à 2,3 % (après +7,1 % en 2022).

La décomposition du RNB par secteurs institutionnels révèle qu'en 2023 le revenu (des soldes primaires) a considérablement baissé pour les sociétés non financières (-59 % par rapport à 2022) et financières (-29 %), qu'il a augmenté pour les administrations publiques (+3,2 %) et qu'il a considérablement progressé pour les ménages au sens large (+7,7 %), donc y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages.

La baisse du revenu pour les sociétés financières (-29 %)³⁰ peut surprendre dans un contexte où les établissements de crédit ont connu une très forte amélioration de leurs résultats financiers en 2023. Sous l'effet d'une très forte hausse de la marge sur intérêts, leurs résultats avant provision, dépréciation et impôts (résultats nets après impôts) se sont améliorés de 42 % (59 %) en 2023 par rapport à 2022.

Le graphique 5³¹ décompose l'écart entre le PIB nominal et le RNB. Il montre que la rémunération versée aux travailleurs non-résidents - qui constitue en moyenne plus de la moitié de l'écart - a progressé de manière régulière de 2000 à 2019 avant d'enregistrer une baisse en 2020 (-3,3 %)³², largement compensée par la suite (+14,7 % en 2021, +11,3 % en 2022 et +9,3 % en 2023). Ces évolutions sont liées à l'augmentation de la part des travailleurs non-résidents dans l'emploi total, qui est passée de 33 % en 2000 à 44 % en 2022 et 2023. En comparaison, les revenus nets de la propriété (à recevoir du reste



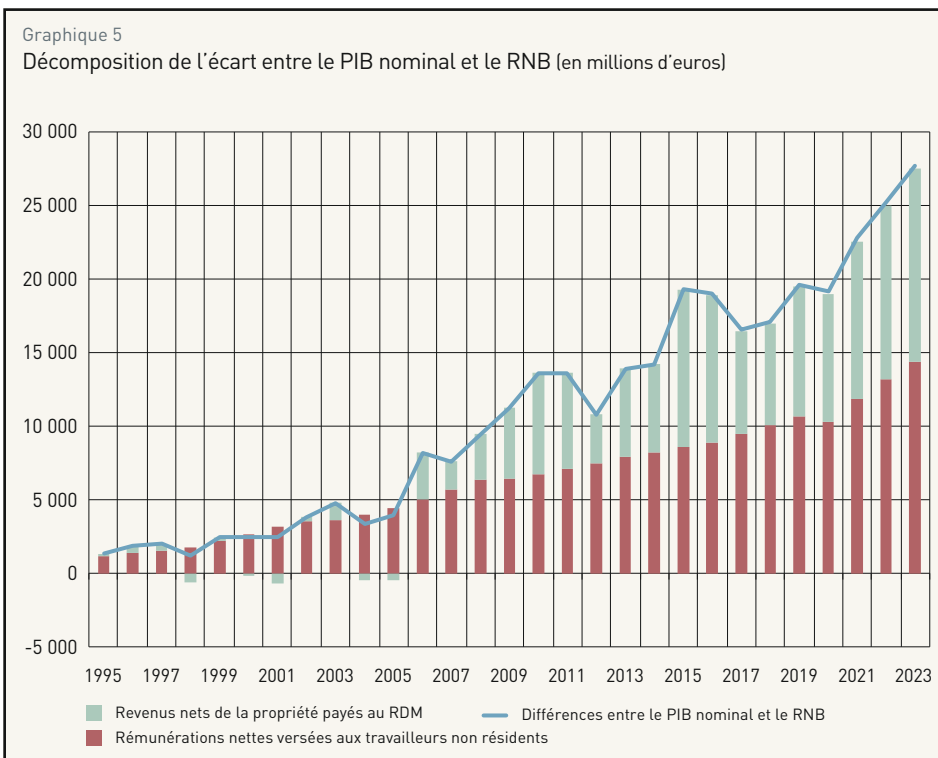
Source : STATEC

30 Le solde des revenus primaires des sociétés financières (résidentes) a atteint en 2023 son niveau le plus bas depuis 1995. Le revenu disponible brut des sociétés financières, soit le revenu attribué aux sociétés financières après la distribution secondaire, a même été négatif en 2023.

31 Le solde net des impôts sur la production et les importations payés au reste du monde n'apparaît pas sur le graphique en raison de son caractère négligeable par rapport aux deux autres composantes.

32 La baisse en 2020 de la rémunération nette versée aux travailleurs non-résidents a revêtu un caractère exceptionnel puisque ces versements avaient progressé de manière ininterrompue entre 1995 et 2019. Cette baisse s'est inscrite dans un contexte de pandémie, au cours de laquelle des transferts sociaux, comme les indemnités de chômage partiel, se sont substitués aux rémunérations habituellement perçues par les travailleurs non-résidents.

Les indemnités de chômage partiel ne concernent pas les revenus primaires générés sur le territoire et de ce fait elles n'ont pas d'incidence sur le PIB et le RNB. En effet, ces indemnités concernent la distribution secondaire des revenus (Autres transferts nets). Par conséquent, elles ont une incidence sur le solde du compte courant du Luxembourg (voir aussi sous 1.1.5 La balance courante).



du monde moins ceux à payer) ont été plus erratiques. Cependant, il est évident que ces revenus ont très considérablement augmenté entre 2006 et 2023. En croissance annuelle, ils ont progressé de 11,2 % en 2023 (après +9,9 % en 2022).

Ce phénomène s'explique par la présence sur le territoire luxembourgeois de sociétés qui génèrent d'importants revenus mais sont contrôlées depuis l'étranger, bien qu'elles établissent leur bilan financier au Luxembourg. Ainsi, les profits dégagés par ces entreprises entraînent des flux de revenus qui se retrouvent comptabilisés dans le PIB du Luxembourg, tout en n'étant pas comptabilisés dans le RNB.

L'écart entre le PIB nominal et le RNB a atteint 28 milliards d'euros en 2023. Par rapport à l'année 2007, cet écart s'est accru de 267 %. Sur la même période, le montant des revenus nets de la propriété a enregistré une hausse de 592 % (contre +153 % sur la même période pour la rémunération (nette) versée aux travailleurs non-résidents). Suivant les règles de la comptabilité nationale, cette hausse a été comptabilisée dans le PIB du Luxembourg, mais pas dans le RNB.

Lorsqu'on remplace le PIB par le RNB dans le dénominateur des principaux ratios macroéconomiques, ces derniers augmentent mécaniquement puisque le niveau du RNB est inférieur au niveau du PIB. À titre d'exemple, en 2023, la dette publique du Luxembourg s'élevait à 25 % du PIB, mais à 37 % du RNB.

Le PIB par employé et le RDB des ménages par habitant

Pour tenir compte des évolutions démographiques, on présente souvent des indicateurs de production et/ou de revenu corrigés pour une population de référence, l'emploi ou la population résidente. La population du Luxembourg a augmenté de 36 % entre 2008 et 2023 (contre +10 % entre 2000 et 2007) surtout grâce à une immigration importante. L'emploi total a également fortement progressé (+47 % entre 2008 et 2023, contre +26 % entre 2000 et 2007).

Les populations de référence varient en fonction de l'indicateur de production et/ou de revenu. Ces choix ne sont pas arbitraires, mais nécessaires pour faire une association pertinente entre les agrégats de production ou de revenu (utilisés dans le numérateur) et les populations de référence (dans le dénominateur), les contributeurs à la production ou les bénéficiaires de revenus.

Ces choix sont particulièrement importants dans le cas du Luxembourg étant donné l'ouverture de son économie, et notamment de son marché du travail, avec le rôle important et croissant de l'emploi non-résident. L'ouverture de l'économie entraîne des évolutions très différentes entre le PIB et le RNB, mais

également entre l'emploi (total) intérieur (qui comprend les travailleurs non-résidents) et la population résidente, ou entre l'emploi (total) intérieur et l'emploi national (seulement des résidents).

Le PIB en volume est généralement rapporté à l'emploi intérieur, donc l'emploi national augmenté de l'emploi non-résident, et pas à la population résidente. S'agissant d'un indicateur de la productivité apparente du travail³³, il associe correctement la mesure de la production à la contribution du facteur travail et il permet de mesurer son évolution au cours du temps.

Le PIB en valeur par habitant est souvent présenté comme une mesure du revenu moyen de la population. Pour la plupart des économies, il peut s'agir d'une mesure adéquate parce qu'il n'y a que très peu de différence entre le PIB et le RNB et l'emploi non-résident est négligeable. Cependant, il ne s'agit pas d'un indicateur pertinent pour l'économie luxembourgeoise, ni pour l'analyse de la production (étant donné que le dénominateur ne tient pas compte de l'emploi non-résident), ni pour l'analyse des revenus (étant donné que le numérateur inclut les revenus des non-résidents).

Le RNB³⁴ et le revenu disponible brut (RDB) des ménages sont généralement rapportés à la population résidente (ou parfois l'emploi résident), et pas à l'emploi total. Ils associent correctement la mesure du revenu à ses bénéficiaires. Les revenus salariaux que les employés non-résidents touchent pour leur contribution à la production sur le territoire sont inclus dans le PIB, mais ne sont pas pris en compte dans le RNB ou dans le revenu disponible des ménages. Les employés non-résidents sont donc aussi logiquement exclus de la population de référence, qui ne considère que la population résidente (ou l'emploi résident).

De fait, l'évolution du PIB en volume par employé, qui est une mesure de la productivité apparente du travail, peut diverger sensiblement du RNB en volume par habitant ou du RDB en volume par habitant, qui sont des mesures de revenu moyen. Partant des agrégats en valeur, et après neutralisation de l'évolution des prix, les facteurs à l'origine de ces divergences ont deux sources, à savoir i) la différence (au numérateur) entre le PIB en volume et le RDB des ménages en volume ou le RNB en volume ; et ii) la différence (au dénominateur) entre l'emploi total et la population résidente.

Le tableau 4 compare l'évolution annuelle moyenne du PIB, du RNB et du RDB des ménages entre 1995 et 2023.

Tableau 4 :

PIB, RNB et le RDB des ménages (en %, taux de variation annuel moyen entre 1995 et 2023)

		PIB	RNB	RDB	DIFFÉRENCE RDB-PIB
Agrégat en valeur	1	6,1	4,8	5,0	-1,1
Agrégat en volume	2	3,0	2,7	2,9	-0,2
Evolution des prix	3=1-2	2,9	2,0	2,0	-0,9
Population de référence*	4	3,1	1,8	1,8	-1,4
Agrégat en volume par population de référence	5=2-4	-0,1	1,0	1,1	+1,2

* Pour le PIB, la population de référence est l'emploi (total) intérieur. Pour le RNB et le revenu disponible brut des ménages c'est la population résidente. La version en volume du RNB et du RDB est obtenue par le déflateur de la consommation privée.

Sources : STATEC, calculs BCL.

33 Voir aussi le chapitre 1.1.7 ci-après.

34 Voir aussi BCL (2024) Décomposition de la croissance du revenu national brut disponible sous https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/BCLAnalyse/encadres/20241E11.pdf. Cet encadré présente une décomposition comptable de l'évolution du revenu national brut (RNB) par habitant au Luxembourg. La décomposition permet d'isoler chacun des chaînons aboutissant au RNB par habitant, en particulier la population en âge de travailler, le taux d'emploi, le « levier frontalier », la durée de travail moyenne et la productivité horaire du travail.

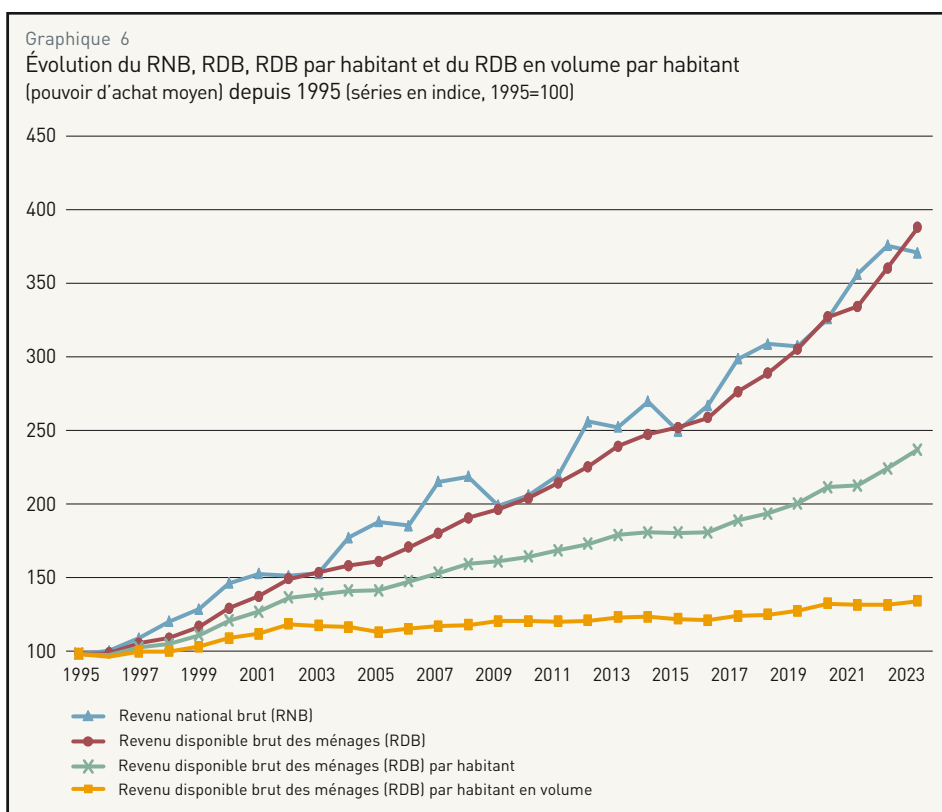
Le PIB en volume par employé a légèrement reculé (-0,1 %) en moyenne sur la période 1995-2023. Cette variation est due à une hausse du PIB en volume de 3,0 % (une hausse de 6,1 % de l'agrégat en valeur, dont 2,9 % provenant du déflateur du PIB). La hausse moyenne du PIB en volume est quasiment du même ordre de grandeur que celle de l'emploi intérieur (+3,1 %).

Le RDB des ménages en volume par résident a progressé de 1,1 % en moyenne sur la période 1995-2023. Cette variation est due à une hausse du RDB en volume des ménages de 2,9 % (une hausse de 5,0 % de l'agrégat en valeur, accompagnée d'une hausse de 2,0 % du déflateur de la consommation privée). La population résidente a progressé de 1,8 %, soit moins que le RDB en volume, ce qui implique que le RDB par habitant a progressé de 1,1 %. L'analyse est sensiblement la même pour le RNB en volume par habitant.

La dernière colonne du tableau présente les différences (en p.p.) entre les évolutions du RDB et du PIB.

Le RDB par habitant a progressé plus vite que le PIB par employé, malgré une hausse réelle du PIB légèrement plus forte que celle du RDB des ménages. En effet, la population résidente a aussi progressé moins vite que l'emploi total.

1.1.4. Le revenu disponible brut et le taux d'épargne des ménages



Sources : STATEC, calculs BCL

Le revenu disponible brut (RDB) des ménages résidents comptait pour 60 % du RNB en 2023 (et 39 % du PIB). Il est généralement considéré comme une meilleure mesure du pouvoir d'achat de la population que le RNB ou le PIB.

L'évolution du RDB des ménages est largement déterminée par la croissance économique, et plus directement par l'évolution de l'emploi national et des salaires perçus par les résidents. Cependant, l'État influence ce revenu à travers sa politique de redistribution, dont les instruments sont les impôts sur les revenus des ménages et des sociétés et les transferts sociaux versés aux ménages³⁵.

Le graphique 6 compare l'évolution du RNB, du RDB, du RDB par habitant et du RDB par habitant en volume depuis 1995.

35 Pour une analyse détaillée de la composition et de l'évolution du revenu disponible des ménages, voir Avis de la BCL sur le projet de budget 2019, chapitre « Les ménages : leur revenu disponible et leurs relations avec l'État ».

Sur une longue période, l'évolution du RDB des ménages a suivi celle du RNB. Depuis 1995, la progression annuelle moyenne a été de 4,8 % pour le RNB et de 5,0 % pour le RDB.

Cependant, la trajectoire du RDB des ménages est nettement moins volatile et elle ne connaît pas de baisse. Ceci s'explique par le fait qu'entre 1995 et 2023 le déterminant principal de la trajectoire du RDB - la masse salariale des ménages résidents - évolue sur une trajectoire invariablement ascendante, à cause d'un emploi national en hausse constante et de salaires nominaux en progression positive, résultant non seulement de l'indexation des salaires aux prix mais aussi des hausses des salaires réels.

On observe également que les corrections opérées pour tenir compte de la croissance démographique et de l'évolution des prix à la consommation ont des impacts importants, tel que cela se dégage des courbes portant sur le revenu disponible brut par habitant, tant en valeur qu'en volume.

En corrigeant pour la croissance démographique (+1,8 % par an entre 1995 et 2023) et la progression des prix à la consommation (+2,0 % par an pour le déflateur des dépenses de consommation des ménages), le RDB par habitant en volume, le « pouvoir d'achat moyen », a progressé en moyenne de 1,1 % par an en termes réels.

Plus récemment, sur la période 2016-2023, ce taux de progression a été plus élevé (+1,4 % en moyenne), et en 2020, c'est-à-dire lors de la pandémie de COVID-19, il a même atteint 3,7 %, soit le taux le plus élevé depuis 2002. En 2023, il a aussi progressé très fortement (+1,9 %) après une stagnation en 2022.

Les évolutions récentes sont à apprécier dans le contexte d'une inflation bien supérieure à la moyenne historique, des évolutions favorables sur le marché du travail et, pour les années 2020-2023, également d'une politique budgétaire formulée pour amortir les chocs de la pandémie et de la crise de l'énergie.

En ce qui concerne le marché du travail, la rémunération totale des salariés (résidents) a progressé de 7,0 % en moyenne par an depuis 2016. Cette augmentation est imputable à une forte hausse de l'emploi national (+2,3 % en moyenne depuis 2016) et à une progression soutenue du salaire moyen (+ 4,6 % en termes nominaux). La progression de l'emploi national a été particulièrement élevée. D'une part, elle a été supérieure à la croissance de la population (+1,9 % en moyenne) grâce à l'immigration de personnes en âge de travailler³⁶. D'autre part, pour les années 2017-2019, avant la pandémie, et aussi en 2022, les hausses ont été très élevées dans une comparaison historique.

En ce que concerne les salaires nominaux moyens, leur progression s'explique par l'échelle mobile des salaires (+2,5 % par an sur la période 2016-2023) et par la hausse des salaires réels par employé (+2,0 % par an). La progression de l'échelle mobile des salaires a été supérieure à sa tendance historique, mais légèrement inférieure à la progression du déflateur des dépenses de consommation des ménages. La progression des salaires moyens réels a été très élevée dans une comparaison historique.

Pour la seule année 2023, avec une hausse de 7,8 %, la progression des salaires nominaux moyens a été la plus élevée depuis 1995, soit depuis que ces données sont disponibles dans les comptes des secteurs institutionnels. Cette augmentation a été principalement attribuable à une contribution record de

³⁶ La part de la population touchant un salaire s'élève à 43,9 %, soit bien plus élevée que son niveau en 2016 (42,7 %). Une telle augmentation n'a rien d'étonnant puisque la part de la population en âge de travailler a augmenté quasiment chaque année depuis 2000. Par contre, ce qui a changé depuis 2016 est le taux d'emploi, c'est-à-dire la part de la population en âge de travailler qui est en situation d'emploi. Une hausse continue du taux d'emploi sera un élément important pour assurer une progression du pouvoir d'achat.
Voir aussi l'encadré 1 « Impact de la crise sur le taux d'emploi au Luxembourg » dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2022.

5,7 p.p. de l'échelle mobile des salaires³⁷, conjuguée à une hausse des salaires réels soutenue (+2,0 %) et supérieure à la moyenne historique.

En principe, l'évolution des salaires réels par employé devrait être scindée en deux : d'une part l'évolution des heures travaillées par employé résident et, d'autre part, l'évolution du salaire horaire réel. Cette décomposition n'est pas possible du fait que la série des heures travaillées ne distingue pas entre les employés résidents et les non-résidents. En ce qui concerne les heures travaillées des employés sur le territoire, qui comprend les heures travaillées au Luxembourg par des non-résidents, la durée moyenne par employé subit une baisse structurelle depuis 1995 qui est liée à la part croissante du travail à temps partiel. Cette baisse de la durée du travail pèse sur le RDB des ménages.

En 2020, les heures travaillées par employé avaient chuté de 5,5 %, conséquence directe de la pandémie sur l'activité économique (mesures de restriction, fermeture de chantiers, de restaurants et de magasins dits non essentiels)³⁸. Son incidence sur le RDB des ménages (à travers la masse salariale) avait été largement contrebalancée par les mesures mises en place pour permettre le maintien des employés sur le marché du travail. Sans ces mesures, et notamment le chômage partiel élargi lors de la pandémie, l'emploi national aurait sans doute fortement chuté³⁹. En 2021, la durée moyenne de travail a rebondi avec la réouverture de l'économie avant de baisser à nouveau en 2022 et de se redresser légèrement en 2023 (+0,2 %). Elle reste de 1,9 % inférieure à son niveau d'avant la pandémie et même de 2,8 % inférieure à son niveau de 2016.

En ce qui concerne les incidences de la politique budgétaire sur le RDB des ménages, le solde des transferts, prestations sociales et prélèvements obligatoires – c'est-à-dire le net entre impôts et cotisations sociales payés par les ménages et les transferts reçus de l'État – s'est dégradé entre 2016 et 2023, ce qui a pesé sur le pouvoir d'achat moyen des ménages. En 2020⁴⁰, ce solde s'était nettement amélioré lorsque les prestations sociales par habitant avaient augmenté de 13 %⁴¹. En 2021, cette amélioration est disparue lors de la dissipation de la pandémie, ce qui a engendré un recul des transferts

37 L'inflation a été particulièrement élevée en 2022 (6,3 %) et 2023 (3,7 %), ce qui a provoqué une succession de paiements de tranches indiciaires dans un laps de temps très court. Une seule tranche a été payée en 2022 (avril), soit l'année où l'inflation avait été la plus élevée, mais trois tranches ont été payées en 2023 (février, avril et septembre), soit l'année où l'inflation était déjà en décélération.

38 Pour l'année de la pandémie (2020), le coût salarial horaire réel (corrige pour l'évolution de l'échelle mobile des salaires) a progressé de 4,6 % dans l'ensemble de l'économie, ce qui paraît très élevé. Les heures travaillées ont fortement chuté, mais leur évolution ne devrait pas avoir eu une incidence sur le coût salarial horaire réel. On observe aussi une hausse des transferts sociaux (entre autres à travers les indemnités de chômage partiel et le congé pour raisons familiales) pour compenser les heures chômées à cause de la pandémie, mais cette hausse aussi ne devrait pas se répercuter sur le coût salarial, étant donné qu'il s'agit d'un transfert social et pas d'une hausse du coût salarial payé par l'employeur. Enfin, en 2020, il n'y a pas eu d'accord salarial majeur dans les principales branches, y compris la fonction publique, susceptible d'expliquer une telle hausse du coût salarial horaire réel.

39 L'assurance chômage, y compris le chômage partiel élargi lors de la pandémie, est un stabilisateur automatique important en temps de récession/crise. Voir aussi l'étude « La politique budgétaire et les stabilisateurs automatiques » dans le Bulletin 2022/2 de la BCL.

40 Les allègements fiscaux pour les personnes physiques introduits en 2017 ont aussi eu une incidence positive sur le pouvoir d'achat moyen. Toutefois, cette incidence ne ressort pas des données macroéconomiques, les impôts payés par habitant ayant progressé même à un rythme supérieur à la moyenne historique depuis 2016. Ceci s'explique en partie par la hausse des salaires nominaux et la progressivité du barème fiscal. Dans un régime d'imposition progressif, si le salaire brut augmente à cause de l'inflation ou d'une hausse des salaires réels, une part croissante du salaire est imposée à un taux marginal plus élevé et/ou le contribuable glisse dans les tranches d'imposition supérieures, ce qui fait que son salaire net d'impôts augmente moins vite que son salaire brut. Si la hausse des salaires bruts s'explique principalement par l'inflation et les barèmes fiscaux ne sont pas indexés à l'évolution des prix, alors l'érosion du pouvoir d'achat est généralement attribuée au phénomène dit de « progression à froid » du barème fiscal.

41 Les prestations sociales en espèces accordées aux ménages résidents ont augmenté de plus de 1 milliard d'euros entre 2019 et 2020, ce qui correspond approximativement à deux-tiers de l'augmentation totale des prestations sociales payées par l'État (donc y compris les prestations sociales payées aux non-résidents). Déduction faite d'une progression tendancielle, les prestations sociales « exceptionnelles » accordées aux ménages résidents, qui ne peuvent s'expliquer que par les mesures « COVID-19 », s'élèveraient approximativement à 600 millions d'euros (ou 2,3 % du RDB en 2020).

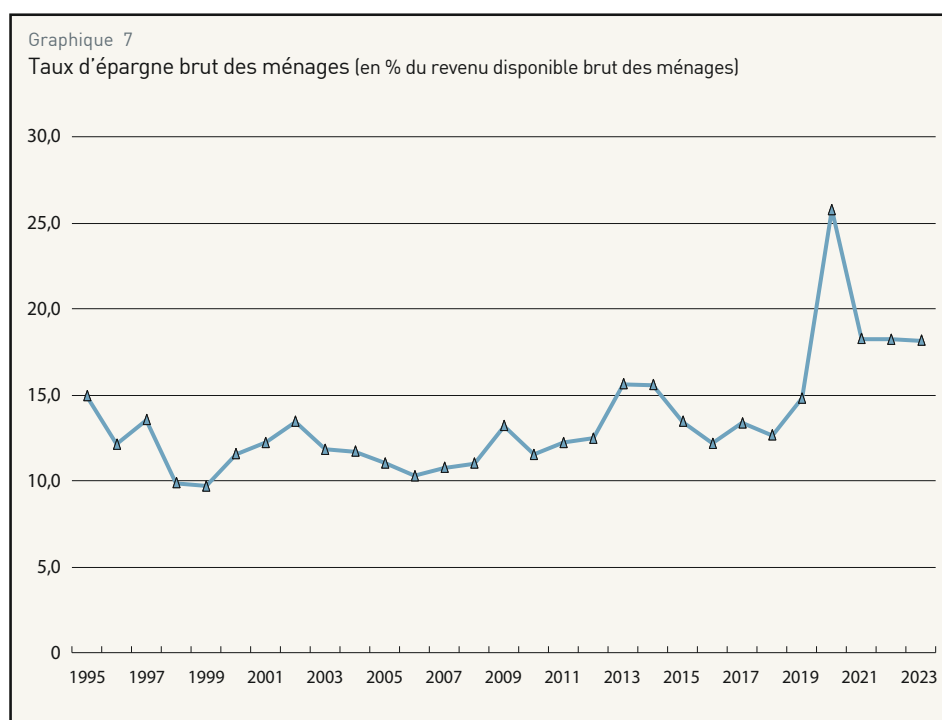
sociaux payés par l'Etat et une forte progression des impôts payés par les ménages. En 2022 et 2023, la détérioration du solde s'est poursuivie. Les transferts de l'Etat aux ménages ont certes fortement augmenté⁴². La hausse des prestations sociales par tête a aussi été très élevée (+6,5 % en moyenne par an), notamment du fait que beaucoup de prestations sociales sont indexées à l'échelle mobile des salaires, mais la hausse des impôts par tête a encore été plus rapide (+9,1 % en moyenne par an), malgré l'introduction de certains allègements fiscaux⁴³.

Faute de données, une présentation détaillée des prestations sociales n'est pas disponible. Néanmoins, leur augmentation en 2020 est sans doute largement due à l'élargissement du chômage partiel et au congé exceptionnel pour raisons familiales introduit dans le cadre de la limitation de la propagation de la pandémie.

Les ménages peuvent affecter leur revenu disponible à la consommation (de biens et services) ou à l'épargne. La consommation privée⁴⁴ avait été entravée en 2020 avec la mise en place des mesures de restriction pour endiguer la propagation de la pandémie. Avec la réouverture de l'économie en 2021 et 2022, la consommation privée s'est fortement redressée sans pour autant retrouver sa trajectoire pré-pandémique⁴⁵. Exprimé par habitant, le niveau de la consommation privée en volume en 2023 a été légèrement supérieur à son niveau de 2019.

L'épargne correspond à la différence entre le revenu disponible brut des ménages et leurs dépenses de consommation. Elle est généralement présentée en proportion du revenu disponible brut des ménages. Le graphique 7 présente l'évolution du taux d'épargne des ménages depuis 1995.

Entre 1995 et 2019, le taux d'épargne des ménages s'est élevé en moyenne à 12,4 % du RDB des ménages. Il avait atteint son plus bas niveau en 1999 (9,7 %) et son maximum en 2013 (15,6 %). En 2020, le taux d'épargne s'est brusquement élevé, largement de manière involontaire, pour atteindre 25,7 %, malgré la forte hausse du revenu disponible, vu que la consommation des ménages avait été entravée par les mesures




Sources : STATEC, calculs BCL

42 Le solde des autres transferts courants par tête a augmenté de 12 % en 2022 et de 30 % en 2023. Ce poste comprend les transferts de l'Etat aux ménages au sens large, donc y compris les institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLSM).

43 En 2022, il y a eu l'introduction du crédit d'impôt énergie suivi en 2023 par l'introduction du crédit d'impôt conjoncture (adaptation du barème de l'IRPP à hauteur de deux tranches indiciaires). Voir aussi le chapitre 2.2.1.

44 Il s'agit de la consommation des ménages (résidents) sur le territoire et à l'étranger.

45 Pour les détails, voir ci-avant sous 1.1.2.2.



prises pour endiguer la propagation de la COVID-19. Avec la réouverture de l'économie en 2021, le taux d'épargne a baissé à 18,2 % sur la période 2021-2023, mais il demeure historiquement élevé. Il n'y a donc pas eu un effet de rattrapage (ou une compensation)⁴⁶ par les ménages pour leur consommation « perdue » en 2020. Il semblerait aussi que la retenue des ménages dans leur comportement de dépenses se soit poursuivie et que les augmentations de revenu disponible, plutôt fortes sur cette période, aient été largement épargnées. En moyenne, sur la période 2020-2023, la « sur-épargne » ou l'« épargne excédentaire » des ménages était de 5,3 % du RDB des ménages par rapport à son niveau de 2019 et de 7,7 % par rapport à la moyenne pré-pandémique.

Les ménages peuvent affecter leur épargne à des investissements non financiers, principalement l'investissement résidentiel, ou à des investissements financiers.

Pendant et après la pandémie, l'investissement résidentiel des ménages avait été moins entravé que la consommation privée. Sur la période 2020-2022, sa progression avait été même très élevée, et donc aussi sensiblement plus dynamique que la consommation privée⁴⁷, mais elle a ralenti fortement en 2023. Par contre, l'épargne financière des ménages a littéralement explosé sur cette période. Elle s'est élevée à 7,5 % du revenu disponible brut des ménages en moyenne sur la période 2020-2023⁴⁸, contre un taux moyen de 1,5 % sur la période 1995-2019.

1.1.5. La balance courante

Cette section vise à analyser d'une part, l'évolution du solde de la balance courante au Luxembourg et, d'autre part, le lien existant entre la balance courante et les agrégats tels que le PIB et le RNB.

a) Méthodologie statistique

La balance des paiements enregistre l'ensemble des transactions économiques et financières du Luxembourg avec le reste du monde.

Les données sont compilées conformément aux recommandations méthodologiques de la 6^{ème} édition du Manuel de la balance des paiements et de la position extérieure globale (MBP6). Au Luxembourg, tout comme dans le reste de la zone euro, cette méthodologie a été introduite en 2014, parallèlement avec l'apparition du SEC2010 pour la compilation de la comptabilité nationale, qui enregistre également les transactions avec le reste du monde. En théorie, ces deux méthodologies statistiques ont été rapprochées pour assurer un traitement cohérent des opérations extérieures du pays. Dans cette optique, la balance des paiements est un élément parmi d'autres dans le système plus large qu'est la comptabilité nationale. Il s'ensuit qu'à définition identique ou proche, les données devraient être similaires. Dans les faits, le rapprochement de ces compilations se fait par étapes et le processus de la convergence des données n'est pas encore achevé au Luxembourg.

Le compte courant, qui est un élément de la balance des paiements, enregistre les transactions courantes du Luxembourg avec le reste du monde. Il s'agit des opérations de production de biens et services ainsi que des opérations de répartition des revenus. Les opérations de production - les exportations et les importations de biens et services - affectent à la fois le PIB et le RNB. Il s'agit d'ailleurs de la seule composante du compte courant qui a cette caractéristique.

⁴⁶ Dans ce cas, le taux d'épargne aurait dû baisser à un niveau inférieur à sa moyenne ou son niveau pré-pandémique.

⁴⁷ Pour les détails, voir ci-avant sous 1.1.2.2.

⁴⁸ La capacité de financement des ménages, exprimée en proportion de leur revenu disponible brut, a été de 15,7 % en 2020, 5,7 % en 2021 et 4,4 % en 2022 et 2023.

Les opérations de répartition des revenus n'affectent pas directement le PIB. Il existe différents types d'opérations de répartition de revenus. En premier lieu, il s'agit des opérations de répartition des revenus primaires. Ces revenus résultent d'une opération de production sur le territoire et ils sont donc enregistrés préalablement, au stade de la production, dans le PIB (optique revenu). Puisqu'ils sont versés à l'étranger, au stade de la répartition primaire, ils sont déduits du PIB pour calculer le RNB. Il s'agit de la rémunération des salariés non-résidents (sous forme d'une masse salariale) et de la rémunération des investisseurs étrangers (sous forme de revenus sur leurs capitaux investis au Luxembourg).

Ensuite, il s'agit des opérations de répartition des revenus secondaires (transferts courants). Ces revenus ne résultent pas d'une opération de production et ils ne sont donc pas enregistrés préalablement dans le PIB, ni dans le RNB. Cependant, ils sont pris en compte pour dériver le revenu national disponible, en retranchant du RNB les revenus secondaires versés au reste du monde et en ajoutant les revenus secondaires reçus du reste du monde par les résidents⁴⁹.

Finalement, le compte courant de la balance des paiements et le RNB enregistrent aussi des revenus qui sont versés par le reste du monde au Luxembourg. Il s'agit de la rémunération des salariés résidents qui travaillent à l'étranger ainsi que les revenus sur les capitaux des résidents luxembourgeois investis à l'étranger. Ces revenus, n'étant pas liés à une production sur le territoire, ne sont pas inclus dans le PIB, mais le sont dans le RNB.

b) Le solde du compte courant

Le graphique 8 présente le solde de la balance courante ainsi que ses principales composantes⁵⁰. Dans ses échanges courants avec le reste du monde, le Luxembourg a enregistré des excédents récurrents qui ont représenté en moyenne annuelle 8,8 % du PIB depuis 2014. En comparaison avec les publications précédentes, ces surplus sont, en moyenne, plus élevés. Leur trajectoire au cours du temps a aussi évolué Evolution du solde courant (en % du PIB)

Le tableau suivant présente le solde courant et ses principales composantes pour la période 2014 au premier semestre 2024⁵¹.

Tableau 5 :

Soldes des principales composantes du compte courant (en % du PIB)

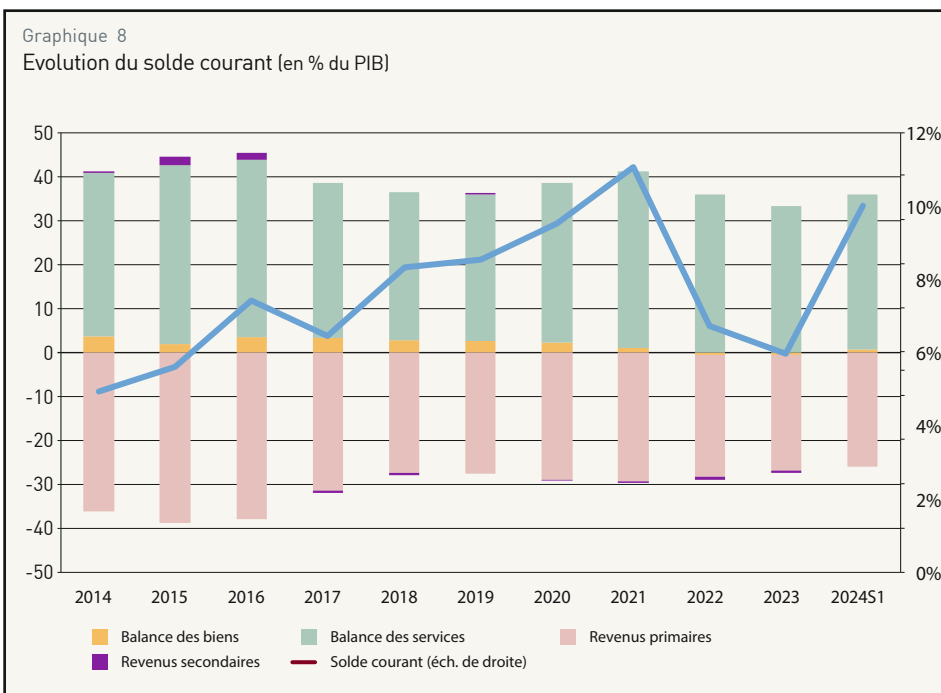
	2014	2020	2021	2022	2023	2024 S1
Solde courant	4,9	9,5	11,1	6,7	6,0	10,0
Biens et services	40,9	38,7	41,2	35,4	32,6	35,9
dont Biens	3,6	2,2	0,9	-0,6	-0,6	0,7
dont Services	37,3	36,5	40,3	36,0	33,3	35,2
Revenus primaires	-36,2	-29,0	-29,4	-27,7	-26,3	-26,1
dont rémunération du travail	-15,9	-16,0	-16,5	-17,1	-18,1	-17,8
dont revenus nets d'investissements	-20,4	-12,8	-12,6	-10,2	-7,9	-8,1
Revenus secondaires	0,3	0,0	-0,4	-0,6	-0,5	0,2

Sources : STATEC, BCL, calculs BCL

49 Voir SEC 2010, article 8.95 : le revenu national disponible.

50 La révision des données, initialement prévue en septembre 2024 (comme expliqué dans la note 13 ci-avant), a été reportée à une date ultérieure.

51 Les données pour le premier semestre 2024 sont provisoires et sujettes à révisions.



Sources : STATEC, BCL

Le solde du compte courant, qui s'élevait à 4,9 % du PIB en 2014, a atteint 10 % du PIB au premier semestre 2024⁵². Cette appréciation du solde courant est attribuable à plusieurs facteurs.

L'excédent des biens et des services a baissé de 5 points de pourcentage, passant de 40,9 % du PIB en 2014 à 35,9 % au premier semestre 2024. De plus, le déficit lié aux rémunérations des salariés a augmenté, passant de 15,9 % du PIB en 2014 à 17,8 % au premier semestre 2024. En partie, cette augmentation est le reflet de l'augmentation du nombre de travailleurs non-résidents venant travailler au Luxembourg. Le solde des revenus secondaires (transferts courants) reste assez faible.

Le déficit des revenus nets d'investissements s'est contracté de 12,3 points de pourcentage, atteignant 8,1 % du PIB en 2024 (contre 20,4 % du PIB dix ans plus tôt).

Tableau 6 :

Crédits, débits et soldes des principales composantes du compte courant (en millions d'euros)

	CRÉDIT		DÉBIT		NET	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Biens	26 261	25 212	26 748	25 692	- 487	- 480
Services	137 572	138 223	109 670	111 850	27 902	26 373
Revenus primaires	271 211	314 281	292 709	335 144	-21 499	-20 863
Revenu du travail	1 967	2 029	15 249	16 389	-13 281	-14 360
Revenus des investissements	269 186	312 209	277 116	318 492	-7 930	-6 282
Revenus secondaires	12 905	14 142	13 613	14 448	- 708	- 305

Sources : STATEC, BCL

Le tableau 6 présente les crédits et débits des principales composantes du compte courant en millions d'euros pour les années 2022 et 2023. Le solde du commerce des biens et surtout le solde des revenus des investissements sont relativement faibles, en valeur absolue, à l'aune du niveau des crédits (incidence positive sur le solde) et débits (incidence négative sur le solde). Ainsi en 2023, le Luxembourg perçoit du reste du monde 312 milliards d'euros au titre des revenus des investissements et distribue au reste du monde 318 milliards d'euros au titre de la même rubrique.

À titre d'exemple, les OPC luxembourgeois génèrent des revenus sur leurs actifs essentiellement à l'étranger (crédit), et attribuent ces revenus aux détenteurs de parts qui sont de même majoritairement étrangers (débit).

52 Le solde courant du premier semestre 2024 a été rapporté au PIB du premier semestre 2024.

1. Le solde des biens et services

La balance des biens et des services se compose d'une part du solde des biens et, d'autre part, du solde des services, ce dernier représentant la part la plus importante. Le solde des biens et services est ainsi passé de 40,9 % du PIB en 2014 à 41,2 % du PIB en 2021 avant de s'établir à 35,9 % (données provisoires) au premier semestre 2024. Cet excédent dans la balance des paiements a une contrepartie directe dans la comptabilité nationale sous la forme des exportations nettes dans le PIB nominal. Dans la comptabilité nationale, l'excédent des exportations nettes comptait pour 31 % du PIB en 2023, la demande domestique en comptant pour 69 %. La demande domestique se compose de la consommation privée, la consommation publique et les investissements. Comme le solde des biens et des services est en surplus, les exportations nettes ont contribué positivement au PIB nominal.

La variation de ce solde, exprimée en pourcentage du PIB, est à mettre en lien direct avec la contribution des exportations nettes à la variation du PIB nominal⁵³. De manière simplifiée, lorsque la part des exportations nettes dans le PIB nominal baisse, la contribution des exportations nettes à la croissance du PIB nominal diminue ou devient négative, et *vice versa*.

- Le solde des biens

Dans la balance des paiements, le solde du commerce des biens se compose principalement de marchandises générales d'une part, dont le solde est déficitaire (-3,2 % du PIB au premier semestre 2024), et des exportations nettes de biens dans le cadre du négoce international d'autre part, dont le solde est excédentaire (3,9 % du PIB au premier semestre 2024). De ce fait, la balance du commerce des biens est légèrement excédentaire pour le premier semestre 2024 (0,7 % du PIB).

Le négoce international regroupe les achats et ventes de biens à l'étranger sans passage par le Luxembourg. Il s'agit essentiellement de biens échangés via le commerce en ligne. Au Luxembourg, cette activité reste cependant volatile, puisqu'elle se concentre autour d'un faible nombre de sociétés faisant partie de grandes multinationales.

Le « toll manufacturing » est un processus de production de biens à l'étranger par des entités résidentes qui restent propriétaires des biens tout au long de la chaîne de production et de vente. Ces biens sont intégrés dans la balance courante du Luxembourg sous la rubrique « marchandises générales », pour la partie achat de matières premières (importations) et vente de produits finis (exportations), et sous services de fabrication (pour la partie coût de production, y compris la main d'œuvre à l'étranger).

En dehors du négoce et du « toll manufacturing », deux phénomènes liés à la mondialisation, la balance des biens reste structurellement déficitaire en raison de la petite taille de l'économie luxembourgeoise et de sa structure même, vu qu'elle s'est spécialisée dans les exportations de services (surtout financiers). Si cette spécialisation a permis à l'économie de développer un pôle de compétitivité sur les marchés financiers internationaux, la contrepartie en est évidemment le recours aux importations de biens pour satisfaire la demande intérieure. En effet, beaucoup de marchandises échangées sur le marché intérieur ne sont pas produites localement. C'est le cas des biens de télécommunication, des appareils électroménagers, des appareils audio et vidéo, des produits pétroliers, des produits pharmaceutiques, des automobiles, etc.

⁵³ En comptabilité nationale, les données sont aussi présentées à prix constants et il est donc possible de calculer les contributions des exportations nettes à la variation du PIB en volume. Par contre, les données de la balance des paiements sont uniquement disponibles à prix courants.

- Le solde des services

L'excédent du solde des biens et des services dépend surtout du surplus relatif aux services. Ce solde a subi des variations importantes au cours de la dernière décennie, mais reste néanmoins structurellement positif et s'élève à 35,2 % du PIB au premier semestre 2024. Les services regroupent diverses activités, dont les services financiers, le transport, les voyages, les services d'assurance, les services informatiques et de communication ainsi que les autres services aux entreprises (conseil/audit, leasing, une partie du commerce électronique, etc.).

L'évolution de la balance des services du Luxembourg est largement tributaire de l'évolution des services financiers, dont le surplus représente plus de trois-quarts de l'excédent total des services. Les exportations nettes de services financiers proviennent surtout de l'industrie des fonds d'investissement, qui, de son côté, est soumise aux aléas des marchés financiers. Les recettes enregistrées au titre des services financiers sont constituées majoritairement des commissions perçues par les banques résidentes, en relation avec leurs activités de gestion de fortune et/ou avec leur fonction d'agents administratifs des fonds d'investissement. Ces commissions dépendent de la valeur des actifs gérés et des nouvelles souscriptions aux Organismes de Placements Collectifs (OPC). Le solde des services financiers s'est élevé au premier semestre 2024 à 29,5 % du PIB, dont deux tiers sont liés aux OPC.

2. Le solde des revenus primaires

Le solde des revenus primaires comprend principalement les rémunérations nettes des salariés, les revenus nets d'investissements et les autres revenus primaires. Le solde des revenus primaires est structurellement déficitaire depuis 2002, tant pour les revenus du travail que pour les revenus du capital. Ce déficit est à l'origine de l'écart entre le PIB et le RNB (voir le chapitre 1.1.3), si on fait abstraction de quelques ajustements mineurs qui sont évoqués dans la partie méthodologique⁵⁴. Au total, le déficit du solde des revenus primaires a atteint 26,1 % du PIB au premier semestre 2024.

S'agissant de la balance des revenus du travail, le solde est structurellement déficitaire sous l'effet de la hausse continue du nombre de travailleurs non-résidents, absolument nécessaire pour la performance de l'économie luxembourgeoise. Leur nombre est croissant au cours des deux dernières décennies⁵⁵. Le déficit des revenus du travail s'est légèrement accentué, passant de 15,9 % du PIB en 2014 à 17,8 % au premier semestre 2024.

Compte tenu de relative stabilité du déficit de la rémunération des salariés par rapport au PIB nominal, le déficit global des revenus primaires est affecté principalement par les revenus d'investissements. Leur solde négatif s'est régulièrement accentué pour atteindre 20,4 % du PIB en 2014, mais a baissé ensuite jusqu'à 8,1 % du PIB au premier semestre 2024.

L'évolution des services financiers et celle des revenus d'investissements sont fortement corrélées, une corrélation liée en grande partie au développement des OPC. En effet, les commissions financières encaissées par les gestionnaires résidents des OPC (exportations de services financiers) sont dans une large mesure reversées sous forme de rétro-commissions à des sociétés de commercialisation établies à l'étranger (importations de services financiers). Les montants restants, après déduction des frais et autres coûts (y compris la rémunération des salariés), correspondent à des profits.

54 Pour un solde des revenus primaires négatif, le niveau du RNB est inférieur au niveau du PIB.

55 Fin 2000, le Luxembourg comptait 92 053 travailleurs non-résidents (36 % de l'emploi salarié total). À la fin du premier semestre 2024, le nombre de salariés non-résidents a atteint 229 014, soit 47 % de l'emploi salarié intérieur. Cette progression continue du nombre des non-résidents, ainsi que la hausse du coût salarial moyen, génèrent un creusement du solde négatif pour les revenus des salariés.

Ceux-ci génèrent une attribution à l'étranger des bénéfices réinvestis et des dividendes versés aux actionnaires étrangers qui contrôlent ces sociétés de gestion. Dans une large mesure, le déficit des revenus nets d'investissements représente donc la contrepartie des exportations nettes de services financiers (voir graphique 8)⁵⁶.

Le tableau 7 présente une vue plus détaillée des revenus d'investissements par catégorie fonctionnelle.

Les revenus d'investissements directs présentent un solde structurellement positif et les revenus d'investissements de portefeuille un solde structurellement négatif. En particulier, certaines institutions financières captives émettent des titres de créances sur les marchés financiers, ce qui génère des débits d'investissements de portefeuille, et prêtent les fonds levés aux filiales du groupe, ce qui génère des crédits d'investissements directs.

Tableau 7 :

Soldes des principales composantes des revenus d'investissements (en % du PIB)

	2014	2019	2023	2024 S1
Revenus nets d'investissements	-20,4	-10,5	-7,9	-8,1
Investissements directs	12,0	40,5	14,2	16,6
Investissements de portefeuille	-33,3	-53,7	-40,9	-39,5
Autres investissements	1,0	2,6	18,7	14,7
Avoirs de réserves	0,0	0,0	0,0	0,1

Sources : STATEC, BCL

3. Le solde des revenus secondaires (transferts courants)

Le compte des revenus secondaires porte sur les transferts entre les résidents et les non-résidents. Ce compte oscille entre un solde négatif (-0,7 % du PIB en 2018) et positif (0,2 % du PIB au premier semestre 2024). Ces revenus sont classés en deux principales composantes, à savoir les transferts courants des administrations publiques et les autres transferts courants.

Les transferts courants des administrations publiques incluent, pour les dépenses, les prestations sociales versées à l'étranger par les organismes de Sécurité Sociale, versements à l'étranger pour pensions et prestations pour chômage, les contributions de l'Etat aux organisations internationales (entre autres les transferts du Luxembourg au budget de l'UE) et l'aide au développement. Les recettes comportent majoritairement des contributions des travailleurs non-résidents, sous forme de cotisations de Sécurité Sociale et d'impôts sur le revenu. Les contributions des non-résidents sont souvent à la base du solde positif des transferts publics, qui représente en moyenne annuelle 0,1 % du PIB sur la période entre 2014 et le premier semestre 2024.

Les autres transferts courants comprennent d'une part, des recettes provenant des primes d'assurances non-vie (diminuées des commissions de services), et d'autre part, de dépenses liées aux indemnités payées par les sociétés d'assurances et de réassurances luxembourgeoises. En outre s'ajoutent, dans une moindre mesure, les envois de fonds des immigrés résidant au Luxembourg vers leurs pays d'origine, ainsi que la redistribution du revenu monétaire au sein de l'Eurosystème.

⁵⁶ Revenus et échanges de services financiers sont également imbriqués du fait de l'enregistrement des Services d'Intermédiation Financière Indirectement Mesurées (SIFIM). Les SIFIM représentent la part des services rendus par les intermédiaires financiers qui n'est pas facturée en tant que services à la clientèle. Pour ces services, les intermédiaires financiers se rémunèrent à travers la marge entre le taux d'intérêt sur les dépôts de leurs clients et celui sur leurs prêts (crédits) à la clientèle.

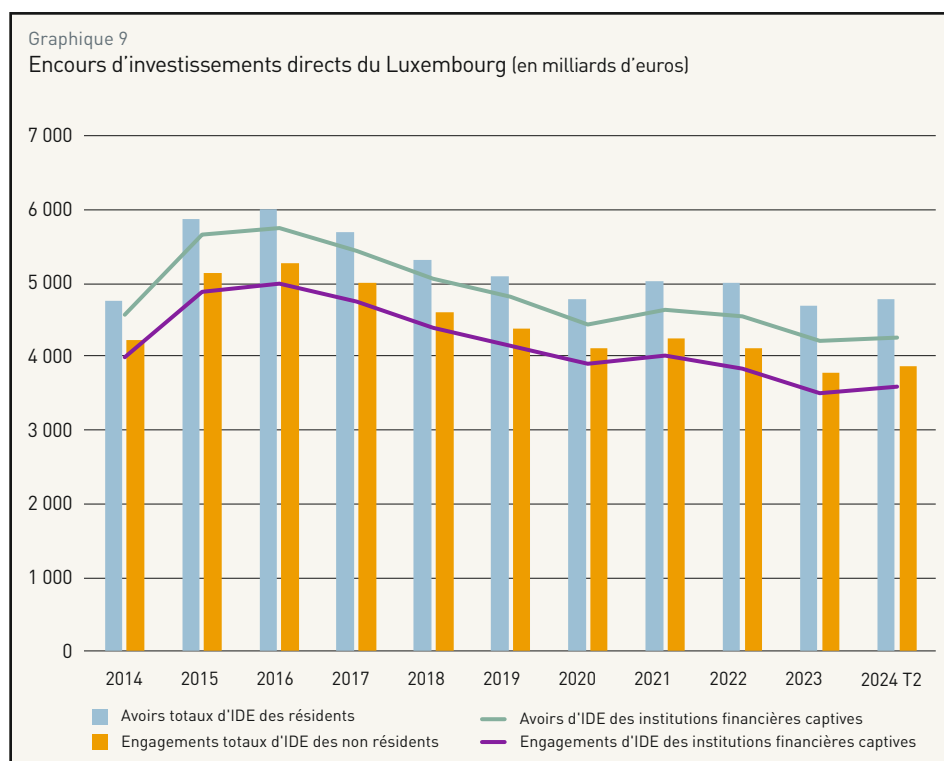
4. Conclusion

Pour conclure, les transactions courantes avec le reste du monde demeurent structurellement positives avec un surplus de 10 % du PIB pour le premier semestre 2024 (données provisoires).

c) Investissements directs étrangers : poursuite des retraits de capitaux

Les revenus d'investissements sont générés par les encours d'avoires et d'engagements financiers extérieurs. Ceux-ci se composent d'investissements directs (IDE), d'investissements de portefeuille, de produits dérivés et d'autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à recevoir ou à payer).

Selon le manuel de la balance des paiements⁵⁷, les investissements directs sont des investissements transnationaux par lesquels un résident à l'étranger détient le contrôle ou une influence importante sur la gestion d'une entreprise résidente domestique. Outre les participations au capital social qui confèrent le contrôle ou l'influence, les investissements directs incluent aussi les dettes intragroupes et les bénéficiaires non rapatriés. Le contrôle ou l'influence est présumé établi lorsque l'investisseur direct détient au moins 10 % du capital ou 10 % des droits de vote de l'entreprise. Par contre, les investissements de portefeuille correspondent à des détentions des valeurs mobilières uniquement à des fins de placement financier.



Sources : STATEC, BCL, calculs BCL

À la fin du premier semestre 2024, les encours d'avoires financiers extérieurs s'élevaient à 12 293 milliards d'euros, tandis que les engagements financiers extérieurs atteignaient 12 267 milliards d'euros. Pour ce qui est des investissements de portefeuille, ceux-ci représentaient 44 % de l'encours total des avoires et 56 % des engagements extérieurs financiers. Par ailleurs, les investissements directs du Luxembourg se concentrent sur les institutions financières captives, qui en représentent près de 90 % tant pour les avoires (investissements sortants) que pour les engagements (investissements entrants).

57 Fonds Monétaire International (2010) *Balance of Payments Manual, Sixth Edition* (pp. 100-110).

Encore récemment, les flux d'investissements directs sont restés négatifs en 2023 (-200 milliards d'euros pour les avoirs et -244 milliards pour les engagements). Ces désinvestissements, qui sont observés depuis le second semestre 2017, ont concerné certaines SOPARFI qui ont restructuré, cessé ou délocalisé leurs activités. Des facteurs explicatifs possibles sont la réforme fiscale américaine de 2017 et les changements du contexte international dans le cadre de la lutte contre l'érosion de la base fiscale et les transferts de bénéfices (initiative BEPS de l'OCDE - *Base Erosion and Profit Shifting*).

Les résultats provisoires relatifs au premier semestre 2024 indiquent que les flux d'investissements directs ont été positifs, tant pour les avoirs (42 milliards d'euros) que pour les engagements (7 milliards d'euros). Ces données sont néanmoins susceptibles d'être révisées ultérieurement.

1.1.6. L'emploi et le chômage

La pandémie de coronavirus a fortement pesé sur le marché du travail luxembourgeois mais ses effets se sont révélés transitoires. Au Luxembourg, l'ajustement du marché du travail s'est essentiellement opéré sur la marge intensive, c'est-à-dire le nombre moyen d'heures travaillées par les personnes employées, qui s'est repliée de 6 % en 2020. En effet, face au recul de l'activité économique, les entreprises ont principalement opté pour une réduction du nombre d'heures travaillées, via, par exemple, l'utilisation de comptes épargne-temps, la réorganisation des congés annuels, la baisse des heures supplémentaires et le chômage partiel. Le recours massif et sans précédent à ce dispositif a permis de contenir les pertes d'emploi, tout en atténuant les effets néfastes de la crise sur le revenu des travailleurs. La progression annuelle de l'emploi a sensiblement décéléré (à un peu moins de 2 % en moyenne sur l'année 2020) avant de connaître un net rebond en 2021 (à quelques 3 %) et 2022 (à 3,4 % en moyenne).

Cependant, alors que les conséquences de la crise liée à la COVID-19 s'estompaient, les effets de la guerre en Ukraine et de la crise énergétique ont commencé à peser sur l'économie, avec des répercussions négatives sur le marché du travail. Ces répercussions ont commencé à se faire sentir, surtout, à partir de la fin de l'année 2022.

Après la nette reprise observée en 2022, la croissance de l'emploi a ralenti à 2,2 % en 2023, une progression nettement en-dessous de la moyenne à long terme (soit 3 % en moyenne par an entre les années 1995 et 2022). En 2023, l'économie luxembourgeoise a donc créé un peu plus de 11 000 emplois, contre 16 000 l'année précédente (voir le tableau ci-après). La progression de l'emploi salarié a encore ralenti au premier trimestre 2024, avant de se stabiliser à un peu moins de 1 % depuis le printemps.

Tableau 8 :

Données brutes de l'emploi et du chômage (en milliers, en pourcentage de l'emploi total et en pourcentage de la population active)

	EMPLOI TOTAL INTÉRIEUR	EMPLOI DANS LE SECTEUR "PUBLIC"	EMPLOI DANS LE SECTEUR "PRIVÉ"	EMPLOI DANS LE SECTEUR "PUBLIC" - PART EN % DU TOTAL	EMPLOI DANS LE SECTEUR "PRIVÉ" - PART EN % DU TOTAL	EMPLOI NATIONAL (RÉSIDENT)	HEURES TRAVAILLÉES	TAUX DE CHÔMAGE
2000	264,0	44,1	219,9	16,7	83,3	184,7	423638	2,4
2001	279,1	46,4	232,7	16,6	83,4	190,0	444537	2,2
2002	286,8	49,1	237,8	17,1	82,9	192,6	455394	2,5
2003	292,5	52,1	240,5	17,8	82,2	195,0	463931	3,3
2004	299,3	54,6	244,7	18,2	81,8	196,6	474752	3,7
2005	307,5	56,7	250,9	18,4	81,6	197,9	481751	4,1
2006	319,3	58,6	260,7	18,3	81,7	201,7	500338	4,2
2007	333,3	60,4	272,9	18,1	81,9	206,3	526874	4,2
2008	349,1	62,7	286,4	18,0	82,0	212,2	551943	4,2
2009	352,5	65,9	286,6	18,7	81,3	214,4	535146	5,5
2010	359,0	68,5	290,5	19,1	80,9	217,8	546073	5,8
2011	369,6	71,8	297,8	19,4	80,6	223,7	561666	5,7
2012	378,7	75,3	303,4	19,9	80,1	229,2	573176	6,1
2013	385,5	78,7	306,9	20,4	79,6	233,7	580732	6,8
2014	395,1	81,2	313,9	20,5	79,5	238,9	597449	7,1
2015	405,2	83,6	321,6	20,6	79,4	243,9	615741	6,8
2016	417,5	85,5	332,0	20,5	79,5	249,5	633782	6,4
2017	432,2	89,0	343,2	20,6	79,4	257,2	651779	5,9
2018	447,7	92,1	355,7	20,6	79,4	264,4	670959	5,5
2019	463,3	96,1	367,2	20,7	79,3	271,4	691880	5,4
2020	471,6	100,8	370,8	21,4	78,6	275,6	664100	6,4
2021	485,1	106,7	378,5	22,0	78,0	281,2	711893	5,8
2022	501,4	109,4	392,0	21,8	78,2	288,1	731598	4,8
2023	512,7	113,3	399,3	22,1	77,9	293,5	749605	5,2

Note : L'emploi dans le secteur « public » correspond à l'emploi dans les branches « Administration publique, enseignement, santé humaine et action sociale » telles que définies en comptabilité nationale. L'emploi dans le secteur « privé » correspond au solde de l'emploi total moins l'emploi dans le secteur « public ». L'emploi résident / national total comprend aussi les résidents luxembourgeois qui travaillent dans un pays limitrophe.

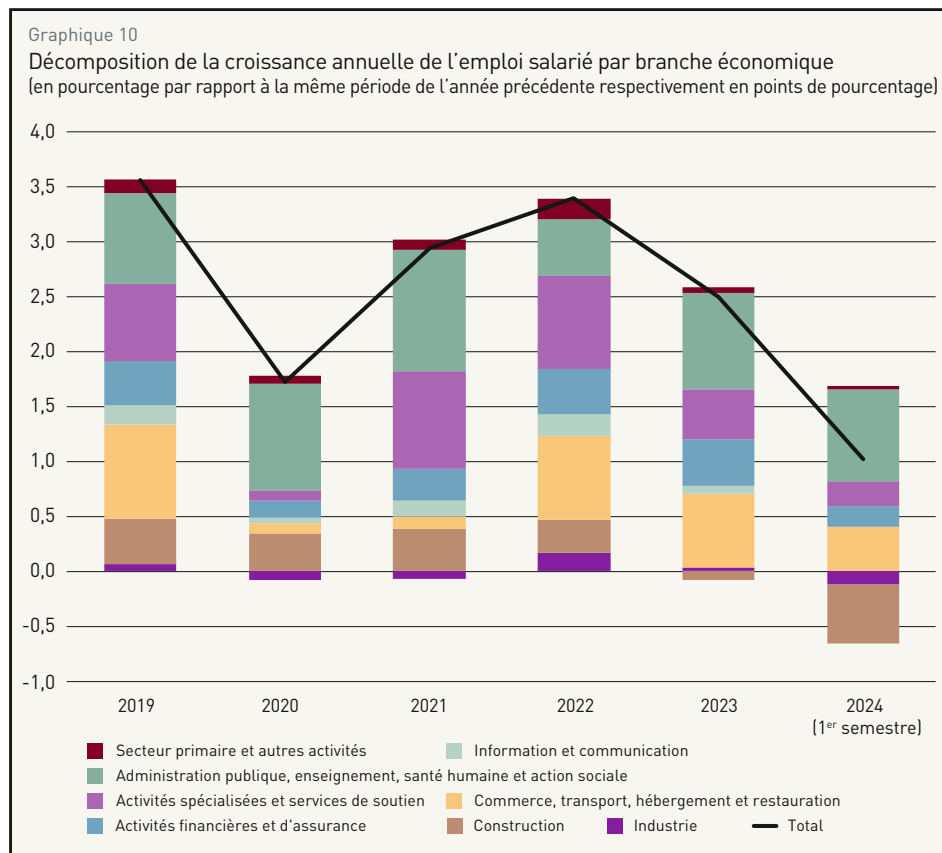
Sources : ADEM, STATEC, calculs BCL

Les plus récentes données disponibles témoignent d'un ralentissement de l'évolution de l'emploi dans toutes les branches d'activité, à l'exception du secteur public (au sens large)⁵⁸. La construction a enregistré une baisse de l'emploi de 0,8 % en 2023, une première depuis 2009 ; une baisse qui s'est poursuivie et même accélérée en 2024. Dans ce secteur, l'emploi est passé de 52 400 en 2022 à 51 900 en 2023 et 49 800 en moyenne au premier semestre 2024, enregistrant ainsi une baisse nette d'environ 2 500 emplois.

À contre-courant, le volume d'heures travaillées par employé a légèrement augmenté en 2023, sans toutefois retrouver son niveau d'avant-crise.

58 L'analyse de l'emploi dans le secteur public constitue un exercice délicat dans la mesure où il n'existe pas de définition précise et unique de la notion de secteur public, elle-même conditionnée par la disponibilité de données statistiques. Ici, nous nous basons sur les données de comptabilité nationale et utilisons donc une approche par branche d'activité pour approximer le secteur public. Sont alors considérées les branches d'activité « Administration publique » [O], « Enseignement » [P] et « Santé humaine et action sociale » [Q], classées selon la Nomenclature statistique des Activités économiques dans la Communauté Européenne (NACE Rév. 2). Sur cette base, en 2023, l'emploi dans le secteur public représentait 22 % de l'emploi total intérieur au Luxembourg (voir le tableau 8).

Le taux de chômage, qui avait atteint son niveau le plus bas depuis la crise financière de 2008, au tournant de l'année 2018/2019, s'est hissé à 7 % au printemps 2020. Par la suite, le fort rebond de l'emploi en 2021 et 2022 a permis au taux de chômage au sens strict de diminuer à 4,8 % en 2022, soit à un taux inférieur à celui d'avant la pandémie et à un niveau qui n'avait plus été observé depuis 2009. Plus récemment, conséquence du ralentissement sur le front de l'emploi, le taux de chômage au sens strict⁵⁹ s'est accru à 5,2 % en 2023. Ce niveau est supérieur mais relativement proche de celui observé juste avant le début de la crise financière de 2008. D'après des estimations, il aurait poursuivi sa hausse en 2024, pour s'établir à 5,8 % au mois d'octobre, soit à un niveau supérieur à celui observé avant la pandémie, en 2019⁶⁰.



Sources : STATEC, calculs BCL

Le taux de chômage au sens strict n'offre toutefois qu'une vue partielle de la situation du chômage. Il convient en effet d'y rajouter les personnes bénéficiant d'une mesure de soutien à l'emploi⁶¹. Ainsi, le taux de chômage au sens large s'est établi à 6,6 % en 2023 (et 7,1 % au cours des dix premiers mois de 2024), en hausse par rapport à l'année précédente (+0,4 p.p.). Par ailleurs, le recours au dispositif de chômage partiel permet de contenir les effets d'une conjoncture basse sur le taux de chômage⁶². En

59 Le taux de chômage au sens strict se limite aux personnes sans emploi qui sont résidentes sur le territoire national et inscrites à l'Agence pour le Développement de l'Emploi (ADEM). Sont uniquement considérés les demandeurs d'emploi disponibles, c'est-à-dire ceux qui, à la date du relevé statistique, ne sont ni en congé de maladie depuis plus de sept jours, ni en congé de maternité, ni affectés à une mesure pour l'emploi.

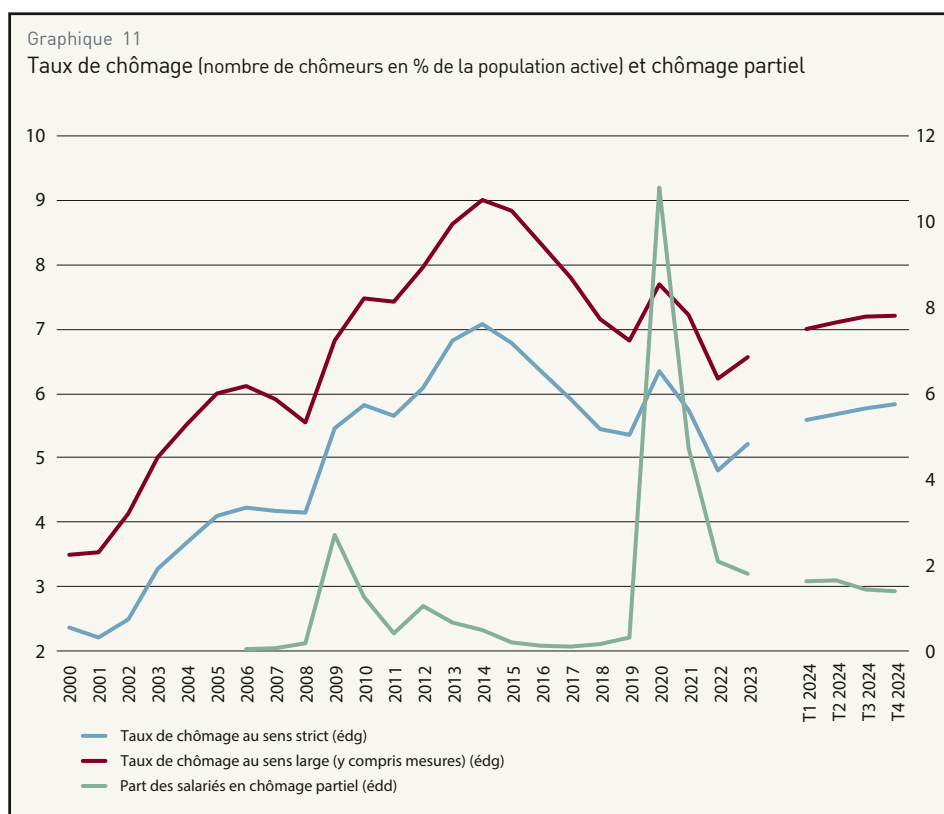
60 Depuis 2013, le taux de chômage a reculé de près de 6 p.p. à 6,3 % en septembre 2024 dans la zone euro (soit l'équivalent de 8,7 millions de chômeurs en moins). La récente divergence entre l'évolution du chômage dans la zone euro et celle au Luxembourg s'expliquent sans doute par l'écart en 2022 et 2023 entre la croissance faible au Luxembourg et celle de la zone euro.

61 L'ADEM propose une panoplie de mesures de soutien destinées aux demandeurs d'emploi et censées améliorer leur employabilité et faciliter leur réinsertion sur le marché du travail. Ces mesures, qui font partie intégrante des politiques « actives » de l'emploi peuvent se décliner sous différentes formes (telles que des formations, des stages, des mesures spécialement conçues pour les jeunes chômeurs ou chômeurs plus âgés, etc.). En 2023 (et au cours des dix premiers mois de 2024), la part des demandeurs d'emploi (au sens large) bénéficiant d'une mesure pour l'emploi s'est inscrite à 20 %, soit à un niveau inférieur à la moyenne de long terme (26 %). Cela s'explique simplement par le fait que le nombre de mesures de soutien à l'emploi a augmenté moins fortement que le nombre de demandeurs d'emploi.

62 Le chômage partiel permet d'amortir l'incidence de chocs économiques sur le coût salarial des entreprises tout en préservant l'emploi et en compensant les pertes de revenu des travailleurs. Lors de la crise liée à la pandémie de la COVID-19, le dispositif de chômage partiel existant avait été temporairement modifié. Les règles « standard » régissant l'accès au dispositif de chômage partiel ont été réintroduites à partir de juillet 2021. Pour plus d'informations, voir l'encadré n° 2 « Ajustement du facteur travail dans le contexte de la crise actuelle » dans le Bulletin BCL 2020/1, pp. 61-68.

2023, les entreprises ont introduit une demande de chômage partiel pour près de 2 % des salariés, après un pic de 11 % en moyenne sur l'année 2020 (chômage partiel « potentiel »). Cette part aurait légèrement diminué au cours de l'année 2024 (à environ 1,4 % au deuxième semestre), malgré un élargissement temporaire de l'accès au chômage partiel à certaines branches de la construction⁶³. Les données définitives montrent que le recours au chômage partiel dans les branches éligibles a été limité. En effet,

sur la période séparant les mois de février à juillet 2024, la part des salariés effectivement en chômage partiel dans les branches « Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels » et « Démolition et préparation de sites » a représenté environ 0,3 % de l'emploi salarié total du secteur de la construction ou 0,1 % de l'emploi au niveau de l'économie totale (en moyenne chaque mois). Au niveau de l'économie dans son ensemble, la part des salariés potentiellement en chômage partiel (c'est-à-dire estimée sur la base des demandes introduites par les entreprises) demeure importante d'un point de vue historique, bien qu'en retrait par rapport aux pics atteints lors de la pandémie. Cependant, la part des salariés effectivement en chômage partiel est bien plus basse (soit environ 0,4 % de l'emploi salarié en 2023⁶⁴ et au cours des huit premiers mois de 2024), puisque, par précaution, les entreprises ont tendance à formuler des demandes bien au-delà du besoin effectif⁶⁵.



Remarque : En ce qui concerne les troisième et quatrième trimestres 2024, les données demeurent partielles et provisoires. Le taux de chômage au sens large (y compris mesures) fait référence aux demandeurs d'emploi au sens strict, auxquels on ajoute ceux qui bénéficient d'une mesure de soutien à l'emploi (voir la note de bas de page n° 61 pour plus de détails). Le recours au chômage partiel est mesuré par la part des salariés travaillant potentiellement à horaire réduit. Les données relatives aux années 2020 à 2024 se basent sur les demandes effectuées par les entreprises, et donc pas le recours effectif.

Sources : ADEM, Comité de conjoncture, STATEC, calculs BCL

63 Au vu de la situation actuelle observée dans le secteur de la construction, le gouvernement a décidé de déclarer temporairement « en crise » les branches 41.2 « Construction de bâtiments résidentiels et non résidentiels » et 43.1 « Démolition et préparation des sites » [définies suivant la Nomenclature statistique des activités économiques dans la Communauté européenne, NACE]. Ce statut permet aux entreprises concernées de bénéficier du dispositif de chômage partiel de source conjoncturelle pour une durée maximale de 6 mois (rétroactivement au premier février 2024) et pour un effectif maximal de 20 % du total des heures de travail normalement prestées sur les chantiers. Les deux sous-branches concernées représentent environ 30 % de l'emploi total dans le secteur de la construction et 3 % de l'emploi total de l'économie prise dans son ensemble.

64 Les données disponibles font uniquement référence aux mois de mars à décembre 2023. Les données relatives aux mois antérieurs à mars 2023 ne sont pas disponibles.

65 En effet, pour pouvoir bénéficier du dispositif de chômage partiel, les entreprises doivent au préalable (mois M) introduire une demande pour le mois suivant (M+1). Lors de ses réunions mensuelles, le Comité de conjoncture, qui est composé de représentants de différents ministères et administrations, d'organisations syndicales et patronales ainsi que d'autres organismes nationaux, analyse les demandes de chômage partiel et donne son avis favorable ou défavorable. Suivant la situation conjoncturelle propre à l'entreprise (et sauf conditions particulières comme celles applicables temporairement à certaines branches de la construction), l'entreprise peut décider de demander du chômage partiel pour l'ensemble de ses salariés ou une partie seulement. Les données relatives au nombre de salariés potentiellement en chômage partiel sont calculées sur la base de ces demandes *ex ante*. Ultérieurement, les entreprises doivent introduire un décompte final reprenant le nombre exact de salariés qui ont réellement été en chômage partiel et le nombre d'heures réellement chômées. Le chômage partiel « effectif » est calculé sur la base de ce décompte final (*ex post*).

Certaines populations demeurent particulièrement vulnérables face au chômage. Les chômeurs bénéficiant du statut de *salarié handicapé* (SH) ou de *travailleur à capacité réduite* (CTR) représentent encore 17 % des demandeurs d'emploi. De même, la part des chômeurs faiblement qualifiés reste élevée (à près de 40 %), bien qu'en baisse par rapport à 2023. À noter, de manière également préoccupante, les demandeurs d'emploi de niveau de formation supérieur, dont la part a augmenté de manière quasi-continue au cours des quinze dernières années, a continué à progresser pour s'établir à 27 % en 2023 et 29 % 2024.

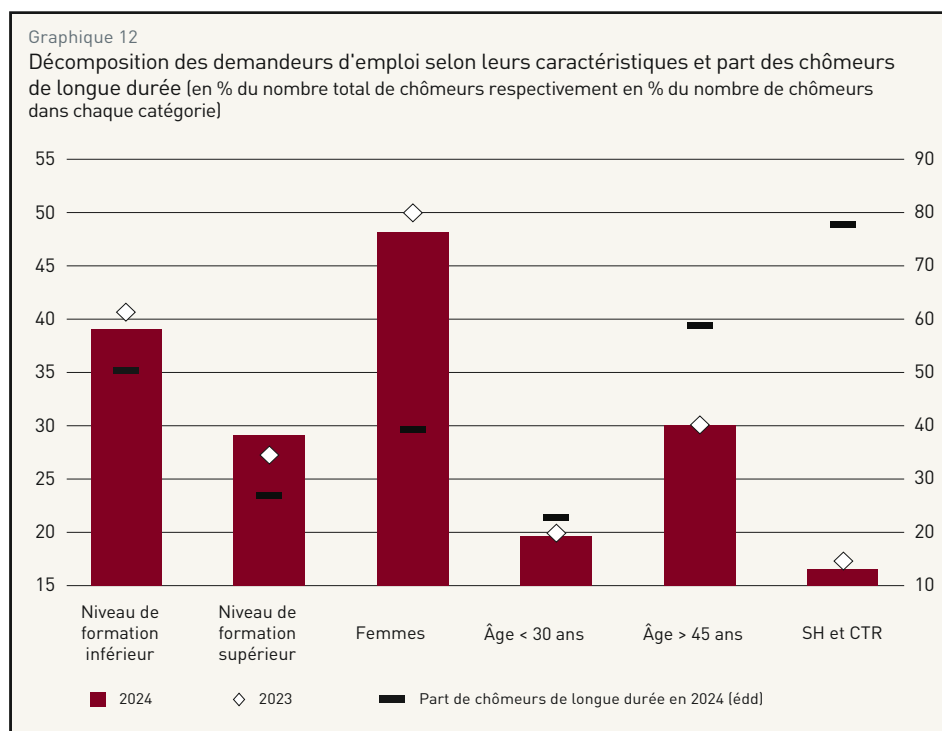
La crise déclenchée par la COVID-19 a fortement pesé sur les jeunes. Selon les données issues d'enquêtes harmonisées, le taux de chômage des jeunes (âgés de 15 à 24 ans) se serait établi à 19 % en 2023⁶⁶, après un taux de 18 % l'année précédente⁶⁷. En d'autres termes, près d'un jeune actif sur cinq était à la recherche d'un emploi. L'incidence du chômage des jeunes, mesurée par le rapport entre le taux de chômage des jeunes et celui des adultes (âgés de 25 à 54 ans) reste d'ailleurs plus importante au Luxembourg (5 fois) que dans la zone euro (2 fois). Cependant, le taux de chômage des jeunes doit être interprété avec prudence dans la mesure où il peut donner une image tronquée de leur situation sur le marché du travail, compte tenu de leur faible taux d'activité. En effet, si une part importante

des jeunes participe au système éducatif et si, simultanément, une grande partie de ceux qui intègrent le marché du travail se retrouve sans emploi, le taux de chômage des jeunes sera très élevé, alors même que ce phénomène ne touche qu'une faible fraction de la population jeune totale. Le chômage des jeunes peut dès lors être appréhendé par des indicateurs alternatifs. À mentionner, en premier lieu, le ratio de chômage des jeunes qui mesure la part de jeunes chômeurs dans la population totale du même âge⁶⁸. Ce ratio s'est établi à 7 % en 2023 (et 8 % au premier semestre 2024), en légère hausse par rapport à 2022. La part de jeunes demandeurs d'emploi dans le total des chômeurs constitue aussi un indicateur alternatif. Cette part s'est inscrite à 9 % en 2023, également en hausse par rapport à l'année 2022 mais en retrait par rapport à son niveau pré-pandémique et son niveau de 2009.

66 Au cours des 9 premiers mois de 2024, le taux de chômage des jeunes se serait inscrit à 21 %.

67 Ce taux se base sur des données issues de l'enquête harmonisée sur les forces de travail (telles que publiées par Eurostat et qui paraissent, occasionnellement, dans des publications du STATEC). Le taux de chômage des jeunes – tel que dérivé de données administratives – aurait augmenté de 1 p.p. en un an, pour s'établir à 9 % en 2023. Or, les données administratives et les données issues d'enquêtes harmonisées ne sont pas parfaitement comparables, notamment en raison de divergences méthodologiques (au niveau de leur compilation, leur couverture, les définitions conceptuelles, etc.). De surcroît, les données harmonisées sont très volatiles (en raison de la taille relativement réduite de l'échantillon national).

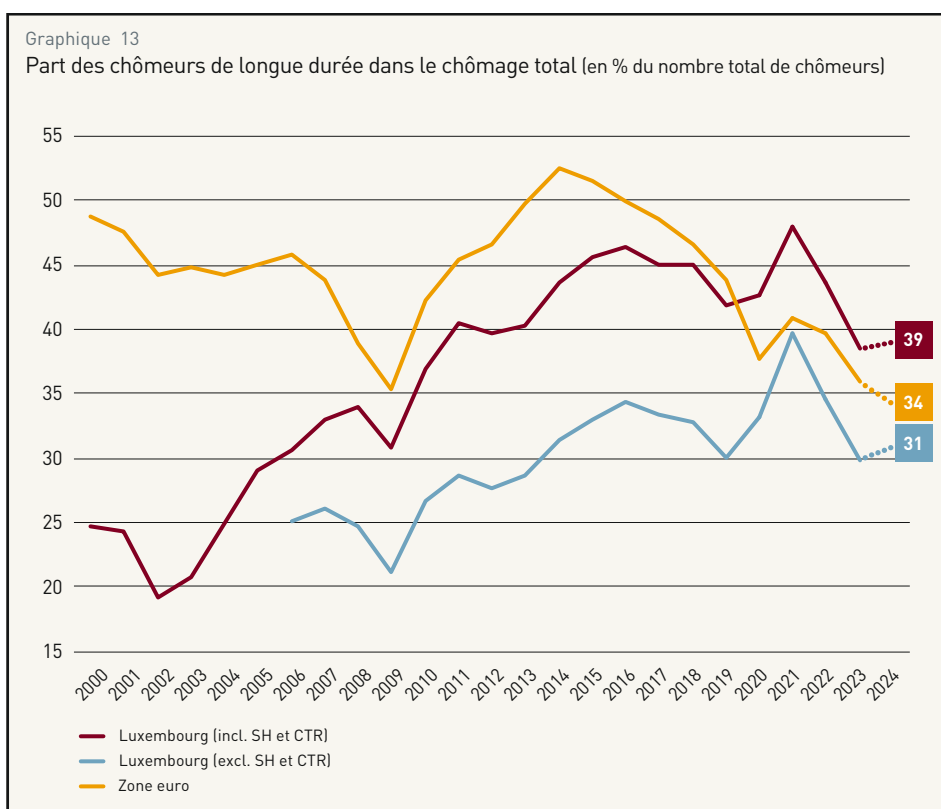
68 Cette définition alternative permet de remédier aux difficultés liées à la taille réduite de la population active jeune.



Remarque : Les données relatives à l'année 2024 demeurent provisoires et ne concernent que les dix premiers mois.

Sources : ADEM, calculs BCL

De manière générale, l'emploi des jeunes réagit plus fortement à la conjoncture économique que celui des travailleurs plus âgés. La sensibilité accrue des jeunes aux aléas conjoncturels tiendrait essentiellement à deux facteurs. D'une part, les jeunes sont souvent employés dans des secteurs davantage exposés au cycle économique ou caractérisés par un fort taux de rotation de l'emploi (tels que le secteur de l'HORECA ou le travail intérimaire). En tant que nouveaux arrivants sur le marché du travail, les jeunes travailleurs ne bénéficient pas de l'ancienneté, qui confère aux travailleurs plus âgés une certaine protection face aux fluctuations du marché. En effet, les coûts de séparation (indemnités de licenciement, coûts indirects liés aux pertes de capital humain, etc.) augmentent en général avec l'ancienneté (et l'âge). D'autre part, lors de ralentissements de l'activité, les jeunes sont non seulement pénalisés à la sortie de l'emploi (avec une probabilité de perte d'emploi supérieure à celle de leurs aînés) mais aussi à l'entrée (dans un contexte de pénurie d'offre d'emploi et compte tenu d'une concurrence accrue provoquée par une population de chômeurs plus importante)⁶⁹. Si à court terme, la recherche d'un emploi implique inévitablement de courtes périodes de chômage, il convient de s'assurer que cette situation demeure transitoire, au risque de séquelles lourdes et durables. Le passage par des périodes de chômage précoce peut en effet sérieusement compromettre les perspectives d'emploi des jeunes, en particulier lorsque ces périodes sont récurrentes et prolongées.



Une zone d'ombre subsiste sur le marché du travail luxembourgeois, à savoir le chômage de longue durée. La part des demandeurs d'emploi au chômage depuis douze mois ou plus s'est établie à 39 % en 2023 et en 2024. Bien qu'en retrait par rapport au record historique atteint en 2021 et à son niveau pré-pandémique, cette part demeure élevée, ce qui est symptomatique de l'existence de problèmes structurels sur le marché du travail⁷⁰. Les populations défavorisées (salariés souffrant d'un handicap ou d'une incapacité partielle, chômeurs âgés et/ou faiblement qualifiés) sont particulièrement exposées à ce fléau.

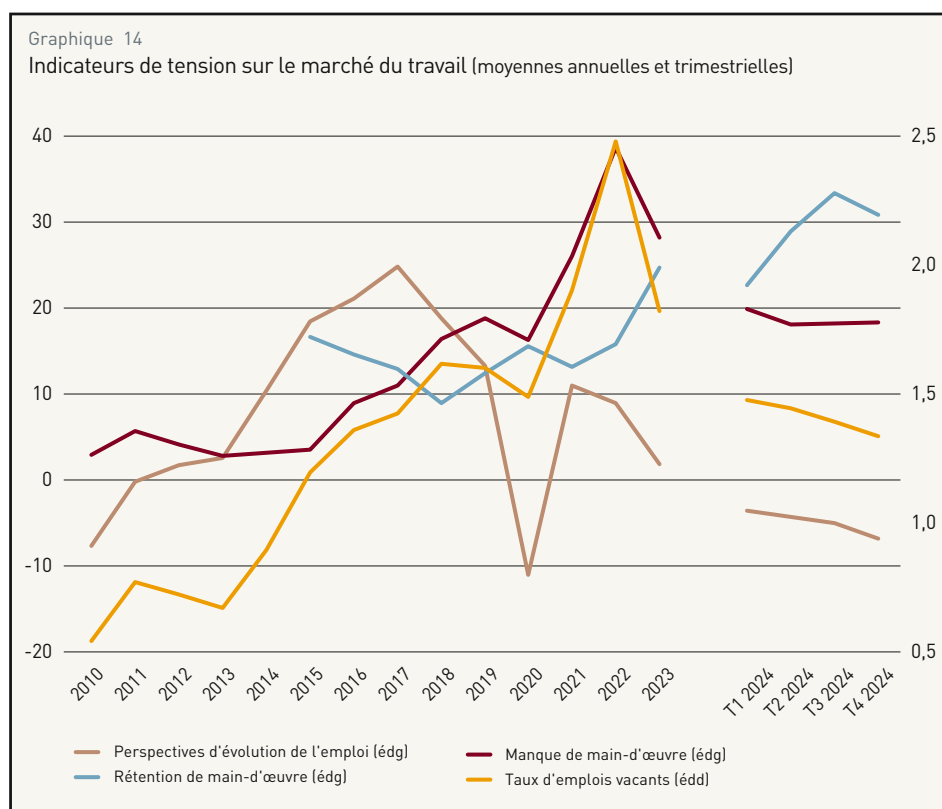
Remarque : En ce qui concerne l'année 2024, les données ne font référence qu'aux trois premiers trimestres pour la zone euro et aux dix premiers mois pour le Luxembourg et demeurent par conséquent provisoires. SH: salariés handicapés, CTR: salariés à capacité réduite.

Sources : ADEM, EUROSTAT, calculs BCL

⁶⁹ Pour plus d'informations, voir l'encadré n°2 « Emploi, chômage des jeunes et cycle économique » dans le Bulletin BCL 2013/4, pp. 33-45.

⁷⁰ La part des demandeurs d'emploi inactifs depuis plus de douze mois s'est établie à 28 % en 2023 et 2024 (après 33 % en 2022). À titre de rappel, la « durée d'inactivité » des demandeurs d'emploi correspond à la « durée pendant laquelle un demandeur d'emploi n'était ni en emploi, ni affecté à une mesure pour l'emploi, ni en congé de maladie ou de maternité ».

L'une des principales causes du chômage structurel serait l'inadéquation des compétences aux besoins des entreprises, de surcroît changeants et, malgré une accalmie certaine en 2023 et en 2024, la persistance de tensions et de difficultés de recrutement (voir le graphique 14), pourrait en être un reflet. Le taux d'emplois vacants, qui mesure le rapport du nombre de postes à pourvoir au nombre total de postes (occupés et inoccupés), a diminué à 1,8 % en 2023 (et à 1,4 % en moyenne au cours des dix premiers mois de 2024), un niveau en-dessous mais proche de son niveau pré-pandémique. Le recul des postes vacants a été particulièrement marqué dans les services aux entreprises, les activités financières, la branche « information et communication » et le secteur commercial au sens large. Les perspectives d'embauche, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, se sont sensiblement dégradées et sont négatives dans toutes les branches d'activité. Au cours des derniers mois, on remarque tout de même une légère amélioration des perspectives d'évolution de l'emploi dans le secteur de l'industrie par rapport aux niveaux observés en début d'année 2024. De même, malgré la moindre demande de travail de la part des entreprises, les pénuries de main-d'œuvre signalées par les entrepreneurs dans les enquêtes de conjoncture demeurent élevées, bien qu'en baisse par rapport au pic historique atteint en début d'année 2022. Ces pénuries sont particulièrement marquées dans la construction et l'industrie. La persistance de pénuries de main-d'œuvre dans la construction, alors même que l'emploi y est en baisse depuis plusieurs trimestres, pourrait être le reflet d'une demande de travail encore importante mais d'un décalage entre les compétences et les besoins dans cette branche.

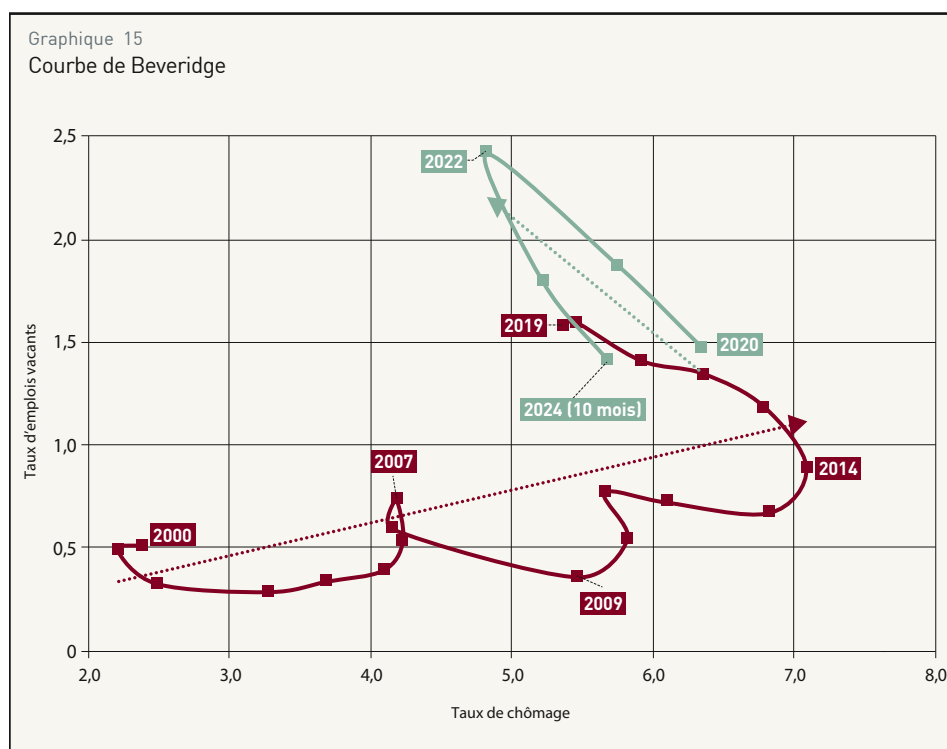


Remarque : Le taux d'emplois vacants correspond au nombre d'offres d'emplois rapporté à l'emploi total intérieur. Les perspectives d'évolution de l'emploi, le manque de main-d'œuvre et la rétention de main-d'œuvre représentent les soldes des enquêtes pondérées par le poids de chaque branche dans l'emploi salarié total. Les données relatives au quatrième trimestre 2024 demeurent partielles et sont par conséquent provisoires.

Sources : EUROSTAT, STATEC, calculs BCL

La courbe de Beveridge renseigne sur la qualité de l'appariement entre l'offre et la demande de travail, à partir d'une relation entre taux d'emplois vacants et taux de chômage. À court terme, des déplacements « long » de la courbe refléteraient les mouvements cycliques du chômage. En revanche, sur un horizon temporel plus long, un déplacement « de » la courbe suggérerait un changement structurel dans la relation chômage-postes vacants. Des déplacements vers l'origine sont souvent interprétés comme une amélioration de l'appariement entre l'offre et la demande de travail. Au contraire, un déplacement vers l'extérieur (vers la droite) signalerait une inadéquation structurelle croissante entre les qualifications des demandeurs d'emploi et celles requises pour les postes de travail inoccupés.

Au Luxembourg, la courbe de Beveridge s'est graduellement déplacée vers la droite entre les années 2000 et 2007, représentant un chômage plus élevé associé à un niveau donné d'emplois vacants⁷¹. Cette dynamique suggère une détérioration de l'efficacité du processus d'appariement. Dans le sillage de la crise économique et financière de 2008, le déplacement de la courbe de Beveridge vers l'extérieur s'est sensiblement accentué, en particulier au cours de l'année 2009 ; une tendance qui n'a commencé à s'inverser qu'à partir de 2015⁷². La chute de l'activité provoquée par la crise sanitaire a entraîné une (légère) baisse du taux d'emplois vacants et, dans la foulée, une hausse du taux de chômage, mais ces effets se sont révélés temporaires. Le redressement post-COVID en 2021 et 2022, particulièrement vigoureux, a engendré une hausse exceptionnelle de la demande de travail et une décrue du chômage, en-deçà de son niveau d'avant-crise sanitaire et même du niveau observé en 2009. En 2023, le ralentissement de la croissance de l'emploi et la diminution des postes vacants se sont soldés par une hausse du chômage ; une tendance qui s'est poursuivie au cours des dix premiers mois de l'année 2024. Ces mouvements en sens inverse des aiguilles d'une montre traduisent certes une dynamique typique du cycle conjoncturel, mais la persistance de tensions et de difficultés de recrutement traduit aussi une inadéquation en matière de compétences, dont il est difficile d'apprécier l'ampleur à ce stade.



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

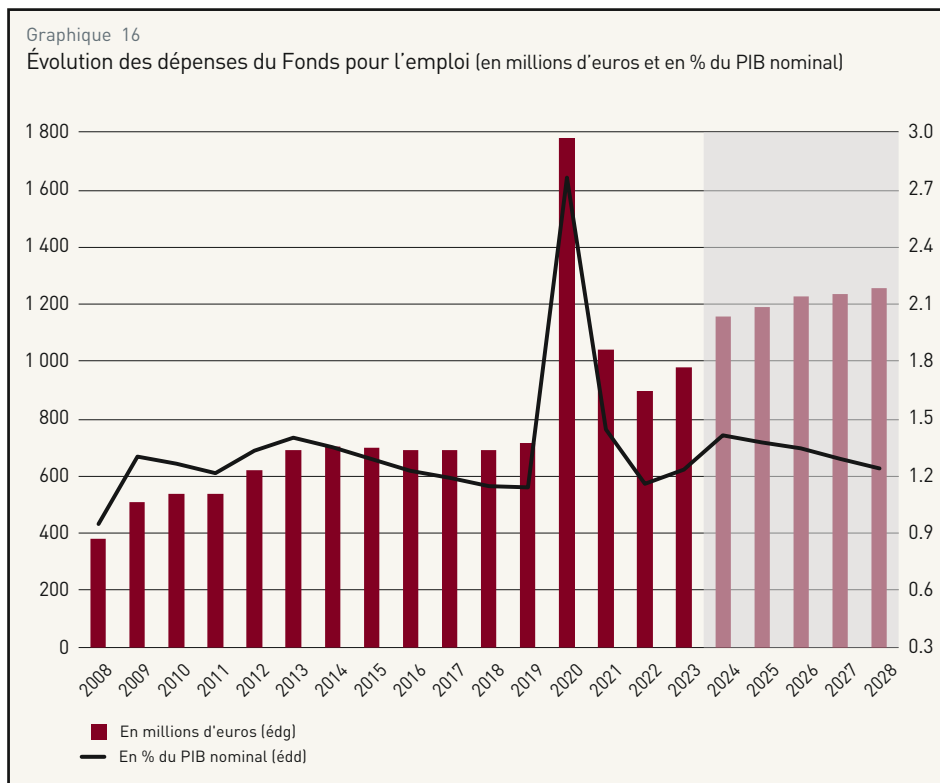
71 Le début des années 2000 (qui correspond à un sommet conjoncturel) est marqué par un taux de chômage très bas couplé à un taux d'emplois vacants également très bas, une situation à première vue quelque peu surprenante. Le taux d'emplois vacants observé sur cette période ne reflétait sans doute pas bien la demande de travail au Luxembourg. Bien qu'à cette époque déjà, la loi exigeait que les entreprises déclarent tous leurs postes vacants auprès de l'ADEM, cela n'était pas forcément le cas dans la réalité. L'ADEM a entrepris des efforts pour inciter les entreprises à déclarer leurs offres d'emploi auprès de ses services, ce qui a fini par produire des effets et se refléter sur le taux d'emplois vacants (voir la note de bas de page ci-après).

72 L'augmentation sensible du nombre de postes vacants dès 2014 s'explique non seulement par l'embellie conjoncturelle, mais probablement aussi par les effets de la réforme de l'ADEM et des accords de coopération renforcée conclus entre l'ADEM et les partenaires sociaux et autres organismes. Nonobstant cela, la prise en compte d'indicateurs alternatifs pour mesurer les besoins de recrutement (tels que les pénuries de main-d'œuvre signalées par les entreprises dans les enquêtes de conjoncture) aboutissent aux mêmes conclusions.

Le chômage, en particulier le chômage de longue durée, est un fléau lourd de conséquences sociales, économiques et financières. Outre les implications directes en termes de revenus pour les personnes à la recherche d'un emploi, le chômage a également des répercussions directes sur les finances publiques. Le coût budgétaire (effectif) associé à l'ensemble des mesures de soutien à l'emploi a progressé de 379 millions d'euros en 2008 à 1 779 millions d'euros en 2020, avant de redescendre à 977 millions d'euros en 2023⁷³. Les dépenses totales du Fonds pour l'emploi sont ainsi passées de 0,9 % du PIB nominal en 2008 à 2,8 % en 2020 et 1,2 % en 2023⁷⁴.

Pour 2024, l'État estime les dépenses du Fonds pour l'emploi à 1 189 millions d'euros (ou 1,4 % du PIB nominal)⁷⁵. La participation de l'État aux dépenses courantes du Fonds pour l'emploi diminuerait ensuite légèrement, pour s'inscrire à 1,3 % du PIB en moyenne au cours des trois années suivantes.

Au final, si le récent ralentissement du marché du travail traduit une dynamique typique du cycle conjoncturel, il ne saurait occulter l'existence de problèmes structurels, comme en témoigne la part encore importante de chômeurs de longue durée.



Remarque : Les données relatives aux années 2024 à 2028 font référence aux dépenses telles que prévues dans le projet de budget 2024 et la programmation pluriannuelle 2024-2028.

Sources : STATEC, projet de budget 2025, programmation pluriannuelle 2024-2028, calculs BCL

73 La hausse marquée en 2020 s'est expliquée par les mesures mises en place par le gouvernement afin d'endiguer les effets de la pandémie sur le marché du travail, dont notamment la flexibilisation du dispositif de chômage partiel. Ces dépenses ont été financées par une dotation extraordinaire de 800 millions d'euros qui est venue s'ajouter à l'alimentation normale du Fonds pour l'emploi qui était prévue dans le budget pour l'année 2020.

74 À ces coûts de court terme viennent s'ajouter des coûts à plus long terme : des coûts directs liés au vieillissement de la population qui risque de mettre en péril la soutenabilité des finances publiques et des coûts indirects liés à l'éloignement progressif de la vie active de certaines franges de la population, synonyme d'une obsolescence graduelle de leurs compétences et d'un effet négatif sur le potentiel de croissance de l'économie.

75 Cette participation résulte du produit de l'impôt de solidarité, de la contribution sociale prélevée sur les carburants, de 2,2 % du produit de l'impôt sur la fortune et d'une dotation normale (et, parfois, une dotation extraordinaire de l'État). Plus en détail, le produit de l'impôt de solidarité s'est inscrit en forte hausse au cours des dernières années, passant de 122 millions d'euros en 2008 à 776 millions d'euros en 2023 (et augmenterait encore, selon les prévisions du gouvernement, à 912 millions d'euros en 2025). Par contre, la contribution sociale prélevée sur les carburants s'est progressivement inscrite en baisse, passant de 142 millions d'euros en 2008 à 115 millions d'euros en 2023 (et 116 millions d'euros en 2025). Les 2,2 % du produit de l'impôt sur la fortune (qui concerne uniquement les sociétés) versé au Fonds pour l'emploi devrait passer à 31 millions d'euros en 2025 (après 25 millions en 2023 et 30 millions en 2024). Dans le même temps, la dotation normale de l'État au Fonds pour l'emploi est passée de 50 millions d'euros en 2008 à 60 millions d'euros en 2023. Pour 2025, le gouvernement prévoit une dotation normale de l'État de 1 million d'euros.

Une politique de lutte contre le chômage et l'inactivité passe, entre autres, par une politique de prévention visant à réduire *ex ante* le risque de perte d'emploi et d'enlèvement dans le chômage, via le redéploiement des salariés vers des activités en croissance. À cela s'ajoute la mise en place d'une *gouvernance des compétences* permettant l'identification et l'anticipation des besoins des entreprises afin de pallier les pénuries de compétences actuelles et futures. Un suivi régulier des compétences et qualifications requises par les entreprises permettrait d'améliorer l'orientation (scolaire) des jeunes dès leur plus jeune âge et de réajuster, le cas échéant, l'offre de formation initiale et continue ainsi que l'enseignement universitaire. Ceci constitue un enjeu majeur, plus sérieux encore dans le contexte actuel de pénuries de main-d'œuvre toujours persistantes⁷⁶.

Ce type de politiques publiques vise, *in fine*, à augmenter le taux d'emploi^{77 78}. Ceci est important non seulement dans une optique de moyen et long terme, avec l'objectif d'accroître la croissance potentielle et de contribuer à assurer la soutenabilité des finances publiques, mais aussi dans une optique de court terme, pour lutter contre la pauvreté et l'exclusion sociale⁷⁹. Selon les données administratives, le taux d'emploi global des 20 à 64 ans s'est établi à 68,7 % en 2023 au Luxembourg, soit encore bien en-deçà de l'objectif national en la matière (77,6 % à l'horizon 2030)^{80 81}.

1.1.7. Les coûts salariaux unitaires et le coût salarial moyen

La sauvegarde de la compétitivité des entreprises est un facteur essentiel pour assurer de manière soutenue le développement de l'activité économique et de l'emploi d'un pays. Ceci est d'autant plus vrai pour la très petite économie luxembourgeoise, largement dépendante d'exportations de biens et de services et d'importations de capital et de travail non-résidents. Bien que la compétitivité soit un concept générique englobant de multiples dimensions, l'attention des analystes économiques se

76 La mise en œuvre du programme « Skills-Plang » est encore en instance de projet de loi. Il s'agit d'un dispositif de gestion prévisionnelle de l'emploi et des compétences qui s'appuie, en premier lieu, sur l'analyse des besoins concrets des entreprises en matière de formation et, en second lieu, sur la mise en place d'un plan de formation adapté à ces besoins. Ce programme sera géré par l'Agence pour le développement de l'emploi et vise, selon le gouvernement à « faciliter le « reskilling » et le « upskilling » préventif des salariés ». Il « permettra aux entreprises qui constatent une transformation profonde de leurs activités, métiers et besoins en compétences de s'investir de manière préventive à former leur personnel en vue d'une requalification interne ou d'une évolution du personnel dans leur métier actuel au sein de l'entreprise » [Source : Plan budgétaire et structurel national à moyen terme - octobre 2024].

Le programme « Entreprises, partenaires pour l'emploi » a été renouvelé pour la période 2024-2027. Ce partenariat entre l'ADEM et l'UEL, initié en 2015, vise à renforcer les efforts communs en faveur de l'employabilité et à soutenir le recrutement dans un marché de l'emploi en constante évolution.

77 Le taux d'emploi, moins médiatisé que le taux de chômage, constitue un indicateur complémentaire pour analyser le marché du travail. Il mesure l'utilisation des ressources de main-d'œuvre disponibles et est défini comme le rapport entre l'emploi national et la population en âge de travailler.

78 Dans le cadre du « Socle européen des droits sociaux », l'Union européenne, dans son ensemble, s'est donnée l'objectif de porter le taux d'emploi global des 20 à 64 ans à 78 % d'ici 2030. La Commission européenne a préféré définir son objectif en taux d'emploi et pas en taux de chômage, un agrégat bien plus connu, sans doute pour éviter d'atteindre un objectif de taux de chômage par une part croissante de la population en inactivité. En effet, les personnes inactives (qui ne recherchent pas activement un emploi) ne sont pas comptabilisées en tant que « chômeurs » et sont, par conséquent, exclues des chiffres officiels du chômage. À titre d'illustration, des politiques favorisant le maintien dans l'inactivité ou le transfert vers l'inactivité, telles que l'élargissement des conditions d'accès aux régimes de retraites anticipées par exemple, ont, toutes choses égales par ailleurs, un effet baissier sur le nombre de chômeurs tels que recensés dans les statistiques officielles et, par ricochet, sur le taux de chômage et le taux d'activité.

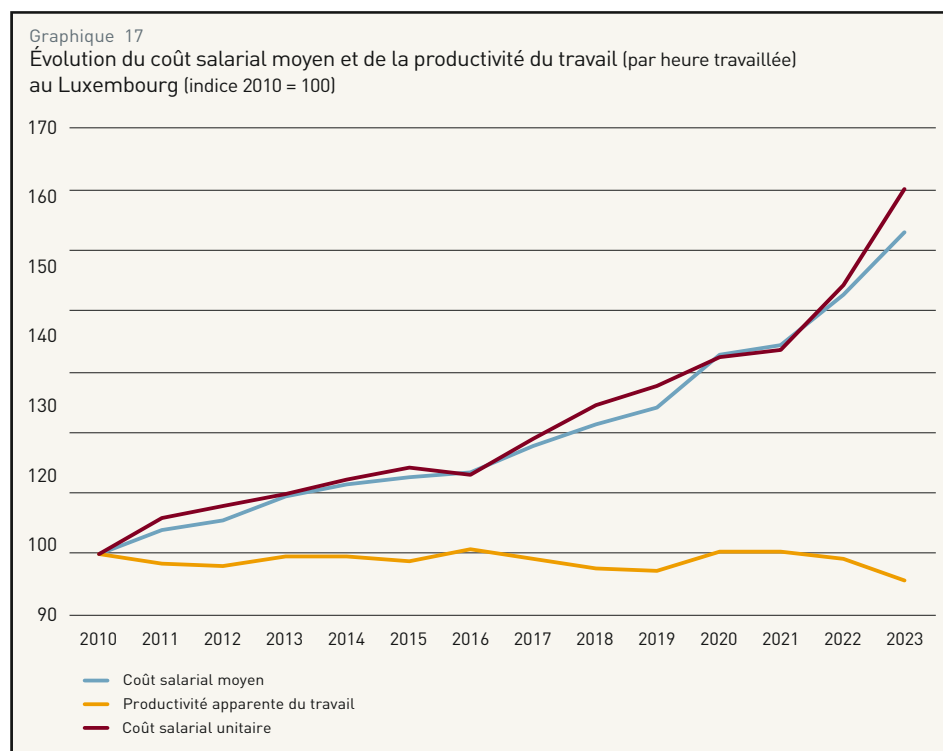
79 Pour plus d'informations, voir l'encadré 1 « Impact de la crise sur le taux d'emploi au Luxembourg » dans le Bulletin BCL 2022/1, pp. 121-127.

80 Cet objectif a été défini dans le Plan national de réforme (« Plan national pour une transition verte, numérique et inclusive ») de l'année 2021, qui constitue l'instrument clé de la stratégie européenne à l'échelle nationale. Il expose les objectifs nationaux et formule la stratégie du gouvernement luxembourgeois pour les atteindre. Le Plan national de réforme de l'année 2023 ne mentionne pas d'objectif chiffré pour le taux d'emploi au Luxembourg.

81 Selon les données issues d'enquêtes harmonisées (enquête forces de travail), le taux d'emploi de la population résidente âgée de 20 à 64 ans se serait établi à 74,8 % en 2023. C'est le chiffre repris par la Commission européenne pour le Luxembourg (<https://ec.europa.eu/eurostat/cache/dashboard/social-scoreboard/>).

concentre très souvent sur la compétitivité-coût de l'économie domestique dans une perspective de comparaison internationale. L'évolution des coûts salariaux unitaires constitue un élément important de la compétitivité-coût^{82 83}.

Le graphique 17 montre l'évolution des coûts salariaux unitaires au Luxembourg (courbe rouge). Depuis 2010, ces coûts ont augmenté pratiquement tous les ans, principalement sous l'effet d'une augmentation persistante du coût salarial⁸⁴ (courbe bleue) et d'une productivité atone (courbe jaune). Par ailleurs, la hausse des coûts salariaux unitaires s'est nettement accélérée depuis 2022. En 2022 et 2023, le coût salarial moyen (par heure travaillée) a augmenté de 7 % en moyenne par an, soit à un taux record et significativement plus élevé qu'avant la pandémie (3 % en moyenne entre les années 2000 et 2019). Ces taux de croissance sont, en partie, le reflet d'une inflation élevée et, par ricochet, d'une contribution élevée de l'échelle mobile des salaires⁸⁵ et d'un marché du travail tendu⁸⁶.



Sources : STATEC, calculs BCL

- 82 Le coût salarial unitaire (nominal) est un indicateur du coût du travail qui consiste à rapporter le coût salarial moyen (rémunération des salariés divisée par le nombre d'heures travaillées ou par le nombre de salariés) à la productivité du travail (PIB en volume divisé par le nombre total d'heures travaillées ou par l'emploi total). L'évolution des coûts salariaux unitaires est conditionnée par divers aspects d'ordre méthodologique et donc parfois difficile à interpréter. Cependant, il nous semble que les différentes qualifications ne remettent pas en cause les tendances de long terme de cet indicateur, ni les implications qui en découlent.
- 83 Le coût salarial unitaire nominal (variation moyenne sur trois ans) figure parmi les indicateurs du tableau de bord de la Commission européenne qui guide la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Cette procédure s'inscrit dans le cadre du paquet législatif sur la gouvernance économique (« six-pack ») adopté par le Parlement européen et le Conseil en 2011 et vise la prévention et le suivi des déséquilibres macroéconomiques dans l'ensemble de l'Union européenne. Le tableau de bord est composé de 14 indicateurs et fournit un soutien statistique au rapport annuel sur le mécanisme d'alerte publié par la Commission européenne avant le début du processus du Semestre européen. À chaque indicateur est associé un seuil d'alerte. Le Luxembourg est régulièrement cité parmi les pays de l'Union européenne où l'évolution des coûts salariaux unitaires nominaux dépasse le seuil d'alerte correspondant. Pour plus d'informations, se référer au Rapport 2024 sur le mécanisme d'alerte : <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023DC0902>.
- 84 Dans le cas présent, le choix de l'année de base n'a pas d'impact sur les résultats et ne modifie pas les conclusions de l'analyse.
- 85 En 2022 et 2023, la hausse de l'échelle mobile des salaires s'est élevée à respectivement 3,8 % et 5,7 %. Ces progressions se comparent à une hausse moyenne de 1,9 % sur la période 2000-2019.
- 86 Au premier semestre 2024, l'évolution du coût salarial moyen a fortement décéléré en raison de contributions plus faibles de l'échelle mobile des salaires et des autres composantes dites « réelles » (telles que les heures travaillées). À cela s'ajoute l'impact de la réduction en 2024 du taux de cotisation patronale à la Mutualité des Employeurs telle que prévue dans les accords tripartites de mars 2023 afin de compenser partiellement les employeurs pour le coût de la troisième tranche indiciaire payée en 2023. Cette mesure temporaire abaisse le niveau du coût salarial moyen en 2024 et modifie son profil de croissance, avec un ralentissement plus marqué en 2024, mais aussi une accélération en 2025. La mesure a une incidence pour les employeurs, qui voient une baisse de leur coût salarial, mais elle n'a pas d'incidence sur la rémunération perçue par les salariés, dont la croissance baisse moins fortement en 2024 et augmente plus faiblement en 2025.

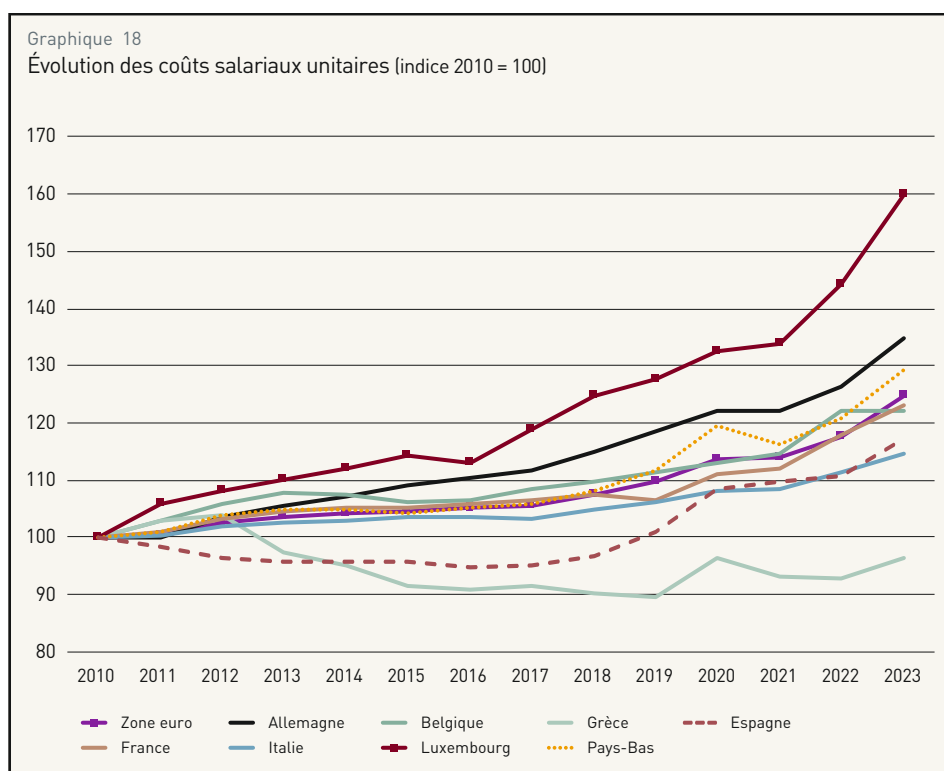
Afin d'apprécier l'évolution de la compétitivité-coût de l'économie domestique, le graphique 18 propose une analyse comparative de l'évolution des coûts salariaux unitaires au Luxembourg et dans plusieurs autres pays européens⁸⁷.

Il ressort de l'analyse que sous la pression de la crise financière de 2008 et la récession qui s'en est suivie, la majorité des pays de la zone euro (à part le Luxembourg) ont entamé un processus d'ajustement⁸⁸. Entre 2010 et 2015, les coûts salariaux unitaires n'ont augmenté que de 5 % dans la zone euro, contre une hausse de 14 % au Luxembourg. Le démarquage de l'économie luxembourgeoise, en termes d'évolution des coûts salariaux unitaires, par rapport à la zone euro s'explique également

par une hausse du coût salarial moyen nettement plus élevée au Luxembourg couplée à une baisse de la productivité du travail. Au Luxembourg, après une légère baisse en 2016, les coûts salariaux unitaires se sont de nouveau inscrits sur une trajectoire ascendante, avec une hausse particulièrement marquée en 2022 et 2023.

La faiblesse récente de l'activité économique, la poussée inflationniste et la forte progression des salaires soulèvent aussi des questions sur la répartition des revenus entre les facteurs de production, à savoir le travail et le capital.

La part salariale mesure la part de la richesse créée qui est allouée au facteur travail. Elle est définie comme le rapport entre la rémunération des salariés et le PIB nominal (ou la valeur ajoutée),



Sources : Eurostat, calculs BCL

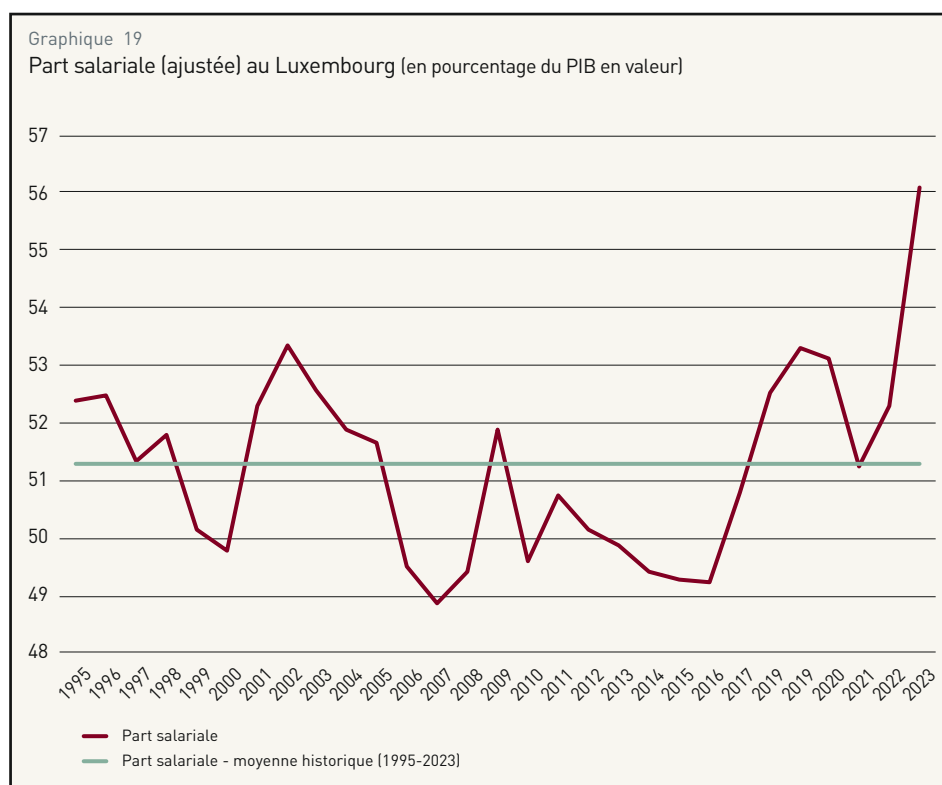
87 Le choix de l'année de départ peut avoir une influence sur les résultats de l'analyse dans la mesure où l'évolution des coûts salariaux est comparée au niveau observé au cours de cette année de référence qui sert en quelque sorte de « point d'équilibre ». Dans le présent avis, nous avons décidé de prendre comme année de référence l'année 2010. Si on analysait l'évolution des coûts salariaux unitaires sur base d'un graphique similaire mais en prenant comme année de référence une année plus lointaine (par exemple l'année 2000), ce changement aurait pour conséquence de modifier l'apparence du graphique, sans pour autant modifier la conclusion générale de l'analyse. En effet, en commençant en 2000, on observerait un creusement encore plus important de l'écart des coûts salariaux unitaires au Luxembourg par rapport à l'Allemagne et aux autres pays. Si on analysait l'évolution des coûts salariaux unitaires sur base d'un graphique similaire mais en prenant comme année de référence une année plus récente (par exemple l'année 2015), ce changement modifierait également l'apparence du graphique, mais pas la conclusion. Dans ce cas, les coûts salariaux unitaires au Luxembourg seraient toujours supérieurs à ceux des autres pays, mais la différence serait nettement amoindrie. Ceci s'explique tout simplement par le fait que dans les pays de la zone euro, les coûts salariaux unitaires ont progressé très peu entre 2010 et 2015, (avant de se redresser par la suite), alors qu'ils étaient déjà bien orientés à la hausse au Luxembourg.

88 L'augmentation des coûts salariaux unitaires observée en Allemagne s'explique par la réforme du marché du travail allemand au début des années 2000, qui lui a permis de connaître une progression salariale plus forte que la moyenne de la zone euro pendant les années les plus récentes, mais également avant la crise liée au COVID-19.

corrige de la part des travailleurs indépendants⁸⁹. L'évolution de la part salariale reflète à la fois des facteurs structurels à long terme, tels que les changements technologiques, la mondialisation, les mutations sectorielles et les caractéristiques institutionnelles du marché du travail, et des facteurs conjoncturels, tels que les tensions sur le marché du travail et les évolutions du pouvoir de négociation des travailleurs.

Entre 1995 et 2022, au Luxembourg la part salariale (ajustée) s'est établie en moyenne à 51 % (graphique 19). Elle avait atteint son point le plus bas en 2007 (49 %) et son point le plus haut en 2002 (53 %). La part salariale est souvent considérée comme un indicateur contra-cyclique : elle diminue en cas de haute conjoncture et elle augmente en cas de basse conjoncture⁹⁰. Ces mouvements peuvent avoir différentes origines. Mentionnons entre autres la rétention de main-d'œuvre (phénomène appelé *labour-hoarding* en anglais) qui se manifeste lors d'une phase de ralentissement économique quand les entreprises préfèrent garder leur main-d'œuvre qualifiée plutôt que de la licencier, une mesure appliquée en dernier ressort si la situation venait à empirer. Cette pratique permet à l'entreprise d'être pleinement opérationnelle lors du redémarrage de l'économie, en évitant que le processus de production soit inhibé par un manque de personnel. Une deuxième explication peut provenir du processus, par nature relativement rigide, de la formation des salaires, et en particulier du mécanisme d'indexation automatique des salaires⁹¹.

Depuis 2018, et donc aussi pendant la pandémie et la crise de l'énergie, la part salariale (ajustée) s'est établie à un niveau supérieur à sa moyenne historique. En 2023, elle a atteint 56 %, soit de loin le niveau le plus élevé depuis la compilation des comptes nationaux en SEC2010. Il en ressort qu'au Luxembourg, le revenu des travailleurs a été relativement épargné lors des périodes récentes de récession. Les mesures de soutien à l'économie lors de la crise liée à la COVID-19, notamment les mesures relatives au chômage partiel, ont été d'une ampleur et d'une portée sans précédent et ont permis le maintien




Sources : STATEC, calculs BCL

89 La part salariale est ajustée pour les travailleurs indépendants qui contribuent à la richesse créée mais sont exclus de la rémunération des salariés. De manière usuelle, l'ajustement consiste à supposer que le revenu moyen des travailleurs indépendants est équivalent à celui des salariés. Concrètement, la part salariale ajustée est calculée comme suit : (rémunération des salariés / PIB nominal) * (emploi total / emploi salarié).

90 Son complément, la part des profits (le ratio de l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du PIB nominal) est considéré comme un indicateur pro-cyclique. Une baisse de la part des profits traduit une baisse de la rentabilité des entreprises. Il importe de souligner que le PIB en valeur se compose de la somme de la rémunération des salariés, de l'excédent brut d'exploitation mais aussi des impôts moins les subventions sur la production et les importations.

91 Voir, entre autres, l'analyse publiée dans un bulletin de la Banque centrale européenne : « The development of the wage share in the euro area since the start of the pandemic », *ECB Economic Bulletin*, Issue 4/2023.



des salariés dans l'emploi. En 2022 et 2023, alors que l'économie a ralenti ou était en récession, le coût salarial moyen a fortement progressé, surtout sous l'impulsion de l'échelle mobile des salaires, elle-même poussée à la hausse par l'augmentation des prix à la consommation, notamment les prix de l'énergie.

Dans une approche prospective, il est possible que la part salariale et, par ricochet, la part non salariale, se normalisent en s'approchant des niveaux moyens observés antérieurement. Un tel processus de réajustement, dont il n'est pas possible de prévoir ni la vitesse, ni l'ampleur, nécessiterait une progression de la rémunération des salariés moins rapide que celle du PIB nominal.

En conclusion, l'économie luxembourgeoise est, de par son ouverture, fortement exposée à des risques externes. Depuis 2021, la progression des salaires nominaux au Luxembourg a largement dépassé sa moyenne pré-pandémique. Dans un contexte de recul de la productivité, cette progression des salaires s'est soldée par une hausse des coûts salariaux unitaires qui est importante par rapport au passé et qui dépasse celle dans les économies limitrophes et dans la zone euro. Par conséquent, cette forte augmentation de ces coûts salariaux unitaires conduit à une détérioration de la compétitivité-coût de l'économie luxembourgeoise.

1.1.8. L'inflation

Le STATEC calcule deux indicateurs des prix à la consommation : l'indice des prix à la consommation national (IPCN) et l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH). La distinction entre les deux a son origine dans des couvertures différentes. L'IPCN se limite aux dépenses de consommation de la population résidente, alors que l'IPCH inclut aussi les dépenses de consommation au Luxembourg par les non-résidents. La différence entre la composition de la consommation sur le territoire par les résidents et celle par les non-résidents conduit à des pondérations différentes des sous-indices de prix élémentaires. Les deux indices de prix se conforment aux mêmes principes et concepts méthodologiques qui sont élaborés au niveau européen par Eurostat en collaboration avec les instituts statistiques nationaux.

En pratique, la consommation des non-résidents sur le territoire du Luxembourg est très concentrée sur certains produits, à savoir les carburants, le tabac, l'alcool et aussi l'hébergement. La pondération de ces composantes est donc bien plus élevée dans l'IPCH que dans l'IPCN. Cependant, la consommation des non-résidents est aussi nulle pour certains biens et services, comme l'électricité, le gaz ou les services publics. Leur pondération est donc moins élevée dans l'IPCH que dans l'IPCN. Au Luxembourg, l'IPCN est l'indice de référence pour le mécanisme d'indexation automatique des salaires.

Indice des prix à la consommation national (IPCN)

Après avoir progressé de 3,7 % en 2023, l'IPCN a fortement décéléré, en progressant de 2,3 % en moyenne sur les dix premiers mois de 2024.

Les prix de l'énergie, qui avaient déjà baissé de près de 6 % en 2023, ont encore reculé de 2,7 % en moyenne sur les dix premiers mois de 2024. Pour rappel, les prix de l'énergie avaient progressé de plus 30 % en 2022, en conséquence notamment de la guerre en Ukraine. Cela avait conduit le gouvernement à prendre des mesures pour limiter la hausse des prix de l'énergie dès le printemps 2022 (voir la partie sur l'incidence des mesures gouvernementales ci-dessous). Bien que la plupart des mesures soient toujours en place au moment de la rédaction de l'avis, le prix de base du gaz est passé sous le plafond fixé par le gouvernement (dès la fin 2023 pour certains fournisseurs), ce qui a contribué, avec le recul du prix des carburants, à la chute des prix de l'énergie en 2024.

Les prix à la consommation à l'exclusion de l'énergie ont décéléré en 2024, en progressant de seulement 2,7 % en moyenne sur les dix premiers mois de l'année. Ce niveau d'inflation reste élevé et est

à mettre en regard avec la progression exceptionnelle de ces prix en 2023 (4,6 %). Les prix des biens alimentaires avaient progressé de près de 10 % en 2023, dans un contexte de perturbations d'approvisionnement causées par la guerre en Ukraine et les incidences indirectes des hausses des prix de l'énergie. Lors des dix premiers mois de 2024, ces prix ont fortement décéléré, en augmentant de seulement 2,9 % en moyenne. Les prix des biens industriels non énergétiques, dont l'inflation avait été très élevée en 2023, ont également nettement décéléré, présentant un taux d'inflation en-deçà de leur moyenne historique, déjà relativement faible. Les prix des services, dont l'inflation était restée relativement modérée en 2023, suite notamment à diverses mesures gouvernementales impactant directement le prix de certains services, ont finalement nettement accéléré en 2024.

Tableau 9 :

Indice des prix à la consommation national (IPCN)
et ses sous-composantes et indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH)(en taux de variation annuel, sauf indication contraire)

	2021	2022	2023	2024*
IPCN	2,5	6,3	3,7	2,3
Énergie	18,9	30,9	-5,7	-2,7
Gaz	18,3	50,2	2,1	-4,2
Électricité	-0,2	2,1	0,7	-0,1
IPCN à l'exclusion de l'énergie	1,5	4,4	4,6	2,7
IPCN à taxation indirecte constante	2,2	6,4	3,9	1,5
IPCN à l'exclusion de l'énergie et à taxation indirecte constante	1,5	4,2	4,8	1,8
Biens alimentaires	1,0	6,1	9,4	2,9
Prix administrés	0,7	2,1	-0,9	4,2
Loyers	1,4	1,7	1,7	1,5
IPCH	3,5	8,2	2,9	2,4
Prix du baril de pétrole en \$	71	104	84	83
Prix du baril de pétrole en €	60	99	77	77

*Moyenne des 10 premiers mois de l'année

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

L'inflation mesurée sur la base de l'IPCH a été similaire à celle issue de l'IPCN, s'établissant à 2,4 % lors des dix premiers mois de 2024, soit un niveau très légèrement supérieur à l'IPCN.

Hypothèses d'inflation dans le projet de budget

Les hypothèses d'inflation retenues par le ministère des Finances pour l'élaboration des prévisions budgétaires dans le projet de budget 2025 et la programmation pluriannuelle 2024-2028 sont issues des prévisions d'inflation du STATEC publiées le 19 septembre 2024.

Après la forte baisse de l'inflation globale en 2024, le STATEC anticipe un rebond de celle-ci en 2025, essentiellement suite à la levée des mesures sur les prix de l'énergie (voir partie sur les mesures gouvernementales ci-dessous). Ensuite, l'inflation globale reculerait nettement, s'établissant durablement en-dessous de 2,0 % jusqu'à la fin de l'horizon de projection en 2028. Le taux d'inflation projeté est de 1,7 % en moyenne sur la période 2025-2028 mais avec un taux de 1,5 % en 2027, ce qui est particulièrement bas et mériterait une explication de la part du STATEC. Ce faible taux surprend d'autant plus que la taxe carbone pourrait être relevée plus fortement en 2027 (voir ci-après sous 2.2.3).

Lors de ses dernières projections d'inflation publiées le 6 novembre 2024, le STATEC a revu légèrement à la baisse ses prévisions pour 2024 et 2025, essentiellement suite à l'intégration des données de septembre et octobre, mois durant lesquels l'inflation a été très faible.

Tableau 10 :

Indice des prix à la consommation national, données historiques et prévisions (en taux de variation annuel) et révisions de ces prévisions (en p.p.)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Données historiques	0,8	2,5	6,3	3,7	2,3*				
Projet de budget 2025 et prog. pluriannuelle				3,7	2,3	2,6	1,7	1,5	1,8
STATEC (novembre 2024)					2,1	2,5			

*: 10 premiers mois de 2024

Sources : STATEC, projet de budget 2025

Notons encore que le projet de budget se base sur un rehaussement de la taxe CO₂ de 5 euros/tonne jusqu'en 2027 pour atteindre 50 euros/tonne. Les documents budgétaires restent néanmoins muets sur l'incidence de l'introduction de la directive européenne ETS2 sur le niveau de cette taxe en 2027 (voir aussi sous 2.2.3).

Incidence directe des mesures gouvernementales sur les prix à la consommation⁹²

Alors qu'historiquement les prix administrés contribuaient de manière positive et non négligeable à l'inflation, depuis 2014 l'inflation des prix administrés a été inférieure à l'inflation à l'exclusion des prix de l'énergie et a même été négative en 2018, 2020 et 2023, comme illustré par les barres bordées du graphique 20. En 2023, cette évolution négative s'explique par l'introduction en automne 2022 de mesures gouvernementales touchant certains prix administrés (notamment les cantines scolaires et les foyers de jour). Néanmoins, en 2024 les prix administrés ont fortement progressé, affichant une hausse de 4,3 % en moyenne lors des dix premiers mois de l'année. Certains acteurs publics, notamment les communes, avaient averti bien à l'avance que les prix de certains services publics, qui n'avaient pas été relevés depuis longtemps, allaient devoir augmenter afin, notamment, de répercuter la hausse des coûts énergétiques et salariaux accumulée ces dernières années.⁹³ Le rattrapage auquel nous assistons n'a pour l'instant été que partiel et devrait encore perdurer en 2025, voire au-delà.

Afin de quantifier l'incidence directe des mesures introduites par le législateur sur les prix à la consommation, en sus des prix administrés, il convient également de tenir compte des changements de taxation indirecte. Ces changements concernent principalement les adaptations du niveau des accises sur le tabac, l'alcool et les carburants ainsi que des adaptations des taux de TVA. Ces dernières années, les impacts les plus importants ont été l'introduction de la taxe sur les émissions de CO₂ (taxe carbone) en 2021 et la baisse temporaire des taux de TVA en 2023 ainsi que le retour à leurs niveaux initiaux en 2024. Les relèvements annuels successifs de la taxe carbone, dont le dernier date de janvier 2024, et les hausses des accises sur le tabac impliquent également une contribution positive mais, somme toute, assez négligeable.⁹⁴

⁹² Les détails méthodologiques sous-jacents aux estimations de l'incidence des mesures gouvernementales sur les prix à la consommation ont été présentés dans l'encadré 1 du bulletin 2019/3 de la BCL.

⁹³ Parmi les biens et services concernés, il s'agit notamment de la distribution d'eau, du traitement des eaux usées ou encore de l'enlèvement des ordures ménagères.

⁹⁴ Cependant, l'inflation mesurée par l'IPCH répond plus fortement aux hausses d'accises sur le tabac, étant donné la pondération plus élevée de ce bien dans l'indice harmonisé.

En 2022, la forte inflation des produits énergétiques avait poussé le gouvernement à prendre d'autres mesures, notamment la réduction temporaire des accises sur les carburants et le mazout de chauffage⁹⁵, mais également la baisse temporaire de 1 p.p. pour tous les taux de TVA (sauf le taux super-réduit de 3 %) en 2023, et à freiner les prix du gaz et de l'électricité. La baisse des taux de TVA s'est traduite par une contribution négative en 2023 et, inversement, positive en 2024 quand les taux de TVA ont été ramenés à leurs niveaux initiaux (barres bleues sur le graphique).

Les mesures gouvernementales sur les prix du gaz et de l'électricité sont assez exceptionnelles de par leur ampleur et du fait qu'elles visent des biens spécifiques plutôt qu'une catégorie de biens ou services (comme les prix administrés). De plus, elles ne sont pas introduites, comme c'est souvent le cas, via les taxes.

À partir de mai 2022, les frais de réseau pour le gaz ont été intégralement pris en charge par les administrations publiques et, à partir d'octobre 2022, un plafond a été imposé sur le prix du gaz payé par les ménages. Le prix de l'électricité a été gelé à partir d'octobre 2022 également. Ces mesures, qui resteront d'application jusque fin 2024, ont rempli leur objectif en maintenant le prix du gaz et de l'électricité en 2022, 2023 et 2024 à des niveaux bien plus bas que ceux qui auraient prévalu en leur absence. L'impact baissier de ces mesures⁹⁶ sur l'inflation globale (représenté par les barres vertes sur le graphique 20), qui avait déjà été très important en 2022, avait été encore plus marqué en 2023. Par contre, en 2024 l'impact de ces mesures sur l'inflation s'avère être légèrement positif.⁹⁷ En 2025, la levée des mesures et le retour du prix du gaz et de l'électricité à leurs niveaux de marché devrait donc entraîner un effet haussier non-négligeable sur l'inflation. Le gouvernement a cependant décidé de limiter la hausse du prix de l'électricité à 30 % en 2025.

Sur le même graphique, les courbes représentent le taux d'inflation annuel de l'IPCN et celui de l'IPCN à l'exclusion des prix administrés, des autres mesures gouvernementales et à taux de taxation indirecte constants. Ce dernier taux d'inflation représente l'évolution de la situation en l'absence des mesures gouvernementales. De 2004 à 2016, l'inflation globale (IPCN) a toujours été au moins aussi importante que l'inflation excluant les mesures gouvernementales, indiquant un impact positif des mesures gouvernementales sur l'inflation. Ce ne fut toutefois pas le cas en 2017, 2018 et 2020 quand l'inflation à l'exclusion des mesures gouvernementales a été (légèrement) plus élevée que l'inflation globale. En 2022 et 2023, au vu des mesures précitées, l'inflation globale a été largement inférieure à l'inflation hors mesures gouvernementales. Cette réduction de l'inflation a toutefois impliqué un coût budgétaire, qui avait été estimé *ex ante* par le gouvernement à 1,1 milliard d'euros (1,7 % du PIB) mais qui, *ex post*, se serait élevé à seulement 0,8 milliard d'euros (à la fin septembre 2024). Ce montant inférieur s'explique par le recul des prix internationaux du gaz. En 2024, l'inflation à l'exclusion des mesures

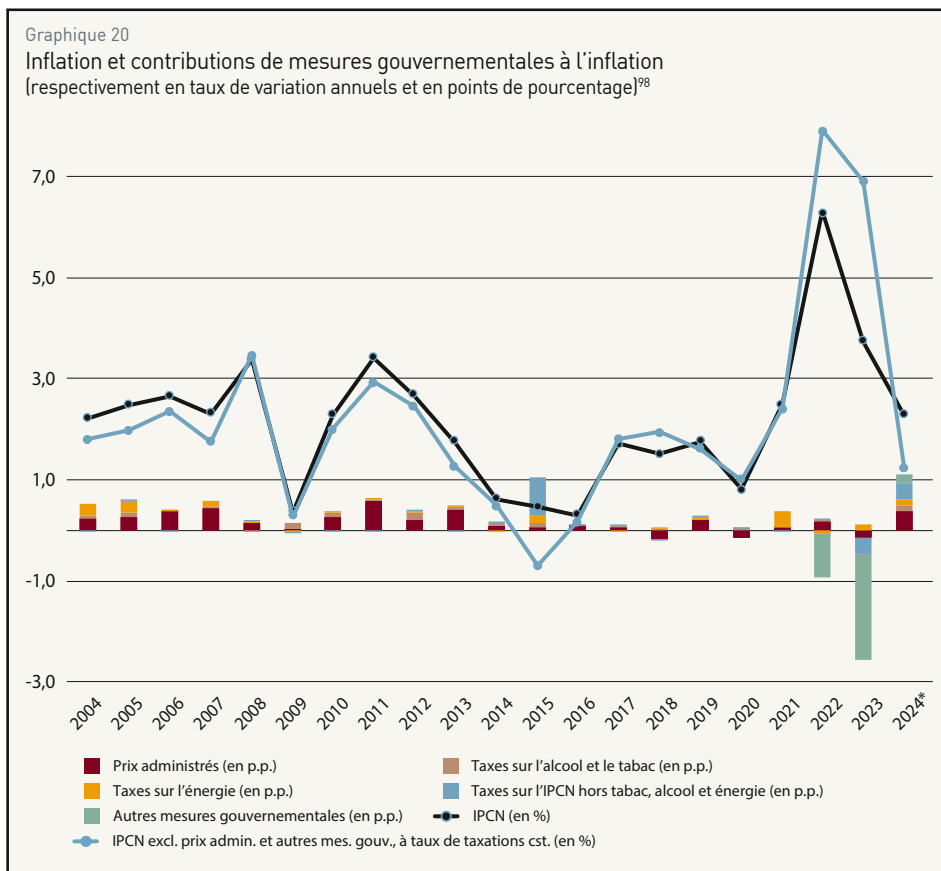
95 De la mi-avril à la fin août 2022 pour les carburants. Concernant le mazout de chauffage, l'aide a pris la forme d'une subvention de 7,5 cents par litre à partir de la mi-mai 2022, ce qui n'engendre pas un impact (négatif) sur la contribution des taxes à l'inflation. La forme spécifique de cette aide est due à la nécessité de respecter les minimas européens de taux d'accises. Celle-ci a été doublée à partir de novembre 2022 et prolongée jusque fin 2024.

96 La série « Autres mesures gouvernementales » reprend uniquement les incidences des mesures du gouvernement sur les prix du gaz et de l'électricité. L'estimation de ces incidences dépend du scénario contrefactuel, c'est-à-dire des prix et de leur évolution au cours du temps en l'absence de mesures. Cet exercice est fastidieux, car il nécessite un suivi en continu du scénario contrefactuel. Conceptuellement, il diffère aussi des autres estimations qui ne considèrent que des adaptations ponctuelles des prix et/ou de la taxation indirecte.

97 Sans les mesures, les prix auraient atteint des niveaux très élevés en 2022 et 2023 avant de fortement reculer en 2024, en conséquence du recul des prix internationaux. Leur niveau serait néanmoins resté supérieur au niveau de prix en vigueur, aussi bien pour l'électricité que pour le gaz. Dans le cas du gaz, comme son prix de base est passé sous le plafond, cette mesure du gouvernement n'est plus contraignante en 2024. En revanche, la gratuité des frais de réseau a toujours un impact baissier sur le prix final (total) du gaz.

Graphique 20

Inflation et contributions de mesures gouvernementales à l'inflation
[respectivement en taux de variation annuels et en points de pourcentage]⁹⁸



* : 10 premiers mois de 2024

Sources : STATEC, calculs BCL.

gouvernementales est restée nettement inférieure à l'inflation globale, du fait de la normalisation des taux de TVA, de la forte progression des prix administrés et de l'impact légèrement positif des mesures gouvernementales sur le gaz et l'électricité. Un tel impact positif des mesures gouvernementales sur l'inflation n'avait plus été observé depuis 2015, lors de la hausse généralisée des taux de TVA.

Echelle mobile des salaires (EMS)

Sur la base du projet de budget de 2025, la progression de l'échelle mobile des salaires est estimée à 2,9 % en 2024, 2,3 % en 2025 et 2026, 1,0 % en 2027 et 1,4 % en 2028. Dans les dernières projections du STATEC, la révision à la baisse de l'inflation en 2024 et en 2025 implique un décalage des tranches indiciaires. Il n'y aurait vraisemblablement pas d'indexation automatique en 2024, mais

plutôt au début de l'année 2025, et la tranche subséquente serait due pour 2026. Ensuite, la baisse de l'inflation globale impliquerait un espacement des tranches indiciaires.

Tableau 11 :

Indice des prix à la consommation national, données historiques et prévisions (en taux de variation annuel) et révisions de ces prévisions (en p.p.)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Données historiques	0,6	3,8	5,7	3,0*				
Projet de budget 2025				2,9	2,3	2,3	1,0	1,4
STATEC (novembre 2024)				2,5	2,1			

* : 10 premiers mois de 2024

Sources : STATEC, projet de budget 2025

Notons que les mesures gouvernementales sur les prix de l'énergie (voir section précédente) ont eu un impact à la baisse sur l'inflation et donc également sur l'échelle mobile des salaires. Les augmentations d'accises liées à la taxe sur les émissions de CO₂ et sur le tabac sont neutralisées dans l'indice IPCN servant de base aux calculs pour l'échelle mobile des salaires.

98 Les contributions (les barres sur le graphique) correspondent aux taux de variation annuels des sous-composantes multipliés par leurs poids respectifs dans l'indice global. Elles sont liées à la différence entre les deux courbes, mais ne sont pas égales à celle-ci.

Tableau 12 :

IPCN et IPCH au Luxembourg, IPCH dans la zone euro: taux de variation en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente (T-4), taux de variation annuel moyen en %

	LUXEMBOURG				ZONE EURO	
	TAUX DE VARIATION ANNUEL (T-4) - IPCN	TAUX ANNUEL MOYEN - IPCN	TAUX DE VARIATION ANNUEL (T-4) - IPCH	TAUX ANNUEL MOYEN - IPCH	TAUX DE VARIATION ANNUEL (T-4) - IPCH	TAUX DE VARIATION ANNUEL MOYEN
2019-T1	2,0		2,1		1,4	
2019-T2	2,0		2,0		1,4	
2019-T3	1,6		1,4		1,0	
2019-T4	1,3	1,7	1,2	1,6	1,0	1,2
2020-T1	1,5		1,6		1,1	
2020-T2	0,5		-0,9		0,2	
2020-T3	0,7		-0,1		0,0	
2020-T4	0,5	0,8	-0,5	0,0	-0,3	0,3
2021-T1	1,3		1,0		1,1	
2021-T2	2,3		3,6		1,8	
2021-T3	2,5		3,6		2,8	
2021-T4	4,1	2,5	5,7	3,5	4,6	2,6
2022-T1	5,4		6,8		6,1	
2022-T2	7,1		9,5		8,0	
2022-T3	6,8		8,9		9,3	
2022-T4	6,1	6,3	7,5	8,2	10,0	8,4
2023-T1	4,2		4,5		8,0	
2023-T2	3,5		1,9		6,2	
2023-T3	4,0		3,0		5,0	
2023-T4	3,2	3,7	2,4	2,9	2,7	5,4
2024-T1	3,2		3,1		2,6	
2024-T2	2,4		3,0		2,5	
2024-T3	1,7		1,7		2,2	
2024-T4	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL. n.d.: données non encore disponibles

1.2. LES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À COURT TERME DANS LE PROJET DE BUDGET 2025

1.2.1. La zone euro

Selon les projections des services de la BCE de septembre 2024, l'évolution du PIB réel de la zone euro pourrait s'établir autour de 0,8 % en 2024 (voir Tableau 13), ce qui est légèrement moins élevé qu'anticipé lors de l'exercice de projection de juin 2024.

Ainsi, le PIB réel devrait légèrement accélérer en 2024 par rapport à 2023 (0,5 %), tout en progressant à un rythme toujours relativement bas.

Tableau 13 :

Projections des services de la BCE de septembre 2024 pour la zone euro (en %) et révisions par rapport à l'exercice de juin 2024 (en p.p.)

	PROJECTIONS DES SERVICES DE LA BCE DE SEPTEMBRE 2024				RÉVISIONS DEPUIS JUIN 2024			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
PIB réel	0,5	0,8	1,3	1,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
IPCH	5,4	2,5	2,2	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0
Emploi	1,4	0,8	0,4	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1
Taux de chômage	6,5	6,5	6,5	6,5	0,0	0,0	0,0	0,2
Solde budgétaire (en % du PIB)	-3,6	-3,3	-3,2	-3,0	0,0	-0,2	-0,4	-0,4

Source : BCE

Toujours selon ces projections, la croissance du PIB réel pour la zone euro en 2025 s'établirait à 1,3 %. Par rapport à l'exercice précédent (juin 2024), cette projection de croissance a été revue à la baisse de 0,1 p.p. Ce scénario est basé sur l'hypothèse d'une croissance économique tirée par la consommation privée grâce à une hausse du revenu disponible des ménages, sous fond d'un marché du travail résilient et d'un recul de l'inflation globale. Le scénario central prend en compte les risques géopolitiques tels que le conflit au Moyen Orient ou encore l'incursion ukrainienne récente sur le territoire russe, qui ont eu une incidence à la hausse sur les prix internationaux du gaz, mais sans trop impacter les dernières projections de l'IPCH par rapport aux projections de juin 2024. Un scénario alternatif et l'analyse de sensibilité⁹⁹ suggèrent cependant que les trajectoires de croissance et d'inflation pourraient être très différentes en 2025.

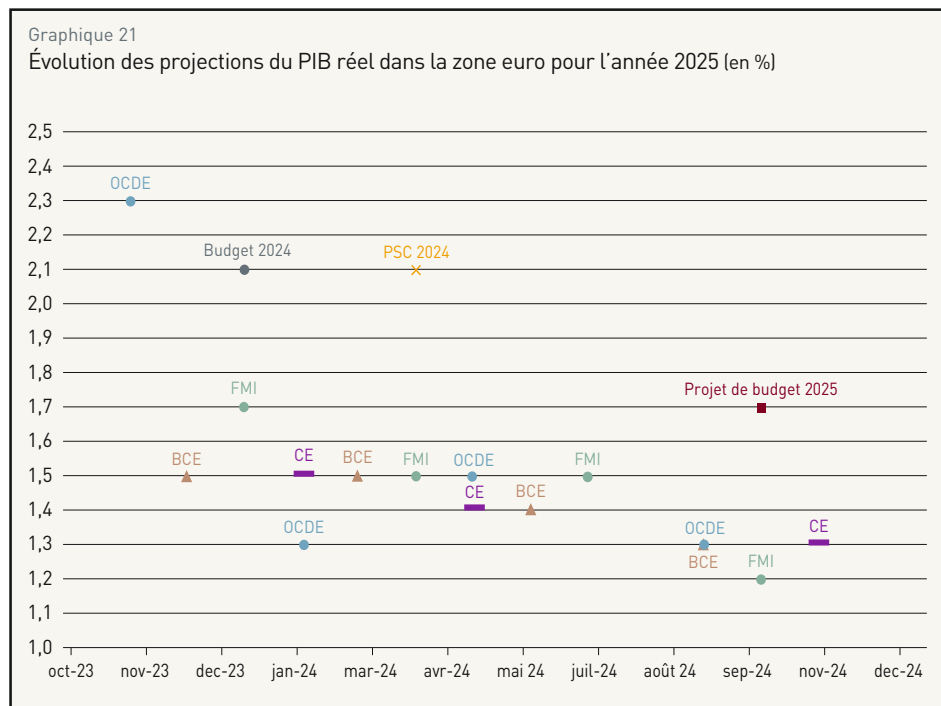
Le scénario évalue comment d'autres trajectoires de la confiance des consommateurs pourraient avoir des répercussions sur l'économie de la zone euro, à travers l'épargne des ménages, leurs dépenses de consommation et d'investissement. Dans le cas d'une évolution moins favorable de la confiance des consommateurs, qui impliquerait un taux d'épargne plus élevé, le taux de croissance du PIB réel serait de 0,3 p.p. plus bas que dans le scénario central en 2025, tandis que, dans le cas d'une évolution plus favorable, il y aurait des effets symétriques (donc positifs) sur le PIB réel. Dans les deux cas, l'incidence sur l'inflation globale serait *grosso modo* nulle.

Des « trajectoires alternatives du prix de l'énergie », qui se basent sur des hypothèses de variations plus significatives des prix du pétrole et du gaz, n'affectent que marginalement la projection du PIB dans la plupart des cas, tandis que l'inflation globale pourrait varier plus fortement (entre -0,6 p.p. et +0,8 p.p.) en 2025.

Depuis la fin de l'année 2023, les institutions internationales ont revu à la baisse leurs projections pour la croissance du PIB réel de la zone euro pour l'année 2025, passant en dessous de 2 %. Depuis décembre 2023 et jusqu'à novembre 2024, la plupart des projections ont évolué à l'intérieur d'une fourchette relativement étroite, entre 1,2 % et 1,7 %, à différence des projections sous-jacentes au budget 2024 publié en janvier 2024 et au programme de stabilité et de croissance (PSC) publié en avril 2024, qui étaient basés sur une croissance bien plus élevée (2,1 %). Depuis septembre, les projections des institutions internationales ont été légèrement ajustées à la baisse une nouvelle fois et celles de la Commission Européenne s'établissent désormais à un niveau de 1,3 %, en ligne avec celles de l'OCDE et

⁹⁹ Pour plus de détails, voir « ECB staff macroeconomic projections for the euro area » de septembre 2024, https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.projections202409_ecbstaff-9c88364c57.en.pdf.

de la BCE. Sur la base de ces projections, la croissance du PIB réel en 2025 pourrait certes augmenter par rapport à 2024, mais moins que projeté au début de l'année 2024. Le projet de budget se distingue nettement en tablant sur une hausse du PIB réel de 1,7 %, ce qui est comparativement élevé. À l'heure actuelle, ce taux de croissance ne serait même pas atteint dans le scénario favorable considéré par l'Eurosystème¹⁰⁰.



Sources : BCE, Commission européenne, FMI, OCDE, projet de budget 2025, STATEC

1.2.2. Le Luxembourg

Les tableaux ci-dessous comparent les projections macroéconomiques et budgétaires pour le Luxembourg pour les années 2024 et 2025 telles qu'elles ont été publiées par le gouvernement dans le programme de stabilité et de croissance d'avril 2024 (PSC), le STATEC (Note de conjoncture du 19 juin 2024), la Commission européenne (15 novembre 2024), et par le gouvernement dans le projet de budget 2025 (9 octobre 2024).

Les projections macroéconomiques sous-jacentes au projet de budget 2025 ont été préparées par le STATEC.

Tableau 14 :

Comparaison des projections macroéconomiques et budgétaires pour le Luxembourg pour 2024 (en %, sauf mention contraire)

	PSC (AVRIL 2024)	STATEC (NDC 1-24)	COMMISSION EUROPÉENNE (NOVEMBRE 2024)	PROJET DE BUDGET 2025
PIB réel	2,0	1,5	1,2	1,5
PIB nominal	4,3	3,1	5,1	2,3
Déflateur du PIB	2,2	1,6	3,9	0,8
Emploi total	1,3	1,3	0,9	0,9
Inflation (IPCN)	2,2	2,3	2,3*	2,3
Coût salarial moyen	2,4	2,6	3,0	3,0
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	-1,2	-1,7	-0,6	-0,6

* IPCH

Sources : PSC, projet de budget 2025, Commission européenne, STATEC

100 Dans les scénarios alternatifs de l'Eurosystème, une forte amélioration du sentiment de confiance des consommateurs augmenterait la croissance du PIB en volume en 2025 de 0,3 p.p. et le porterait ainsi à 1,6 %, ce qui serait encore inférieur au taux projeté par le STATEC.

Tableau 15 :

Comparaison des projections macroéconomiques et budgétaires pour le Luxembourg pour 2025 (en %, sauf mention contraire)

	PSC (AVRIL 2024)	STATEC (NDC 1-24)	COMMISSION EUROPÉENNE (NOVEMBRE 2024)	PROJET DE BUDGET 2025
PIB réel	3,0	3,0	2,3	2,7
PIB nominal	5,4	6,3	5,3	5,9
Déflateur du PIB	2,3	3,3	3,0	3,2
Emploi total	2,2	1,7	1,6	1,5
Inflation (IPCN)	3,3	2,6	2,4*	2,6
Coût salarial moyen	3,7	3,6	3,4	3,3
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	-1,2	-1,7	-0,8	-0,6

* IPCH

Sources: PSC, projet de budget 2025, Commission européenne, STATEC

Par rapport à la Note de Conjoncture 1-2024 (Ndc 1-24), le projet de budget 2025 prévoit une croissance inchangée du PIB réel de 1,5 % en 2024. Pour 2025, la croissance augmenterait à 2,7 %, donc à un niveau plus faible que celui projeté dans la Note de conjoncture.

Selon la publication des comptes nationaux en septembre 2024, le PIB en volume aurait progressé de 0,7 % sur une base trimestrielle au premier trimestre de l'année 2024 et de 0,6 % au deuxième trimestre. Ainsi, par rapport au premier semestre de 2023, la hausse du PIB en volume sur le premier semestre 2024 s'élèverait à 0,1 % et l'acquis de croissance¹⁰¹ pour l'année s'établirait à 0,7 %. Donc, ces estimations suggèrent une accélération de la croissance en 2024 par rapport à 2023, et une sortie de la « récession annuelle » que l'économie du Luxembourg aurait connu en 2023. Néanmoins, pour arriver au taux de 1,5 % pour l'année 2024, tel que mentionné dans le projet de budget 2025, l'économie devrait progresser à un rythme trimestriel moyen de 1 % aux troisième et quatrième trimestres, ce qui est très élevé et présuppose une accélération de la croissance au deuxième semestre 2024. À l'aune des données mensuelles disponibles, et sur cette base purement mécanique, la projection de 1,5 % semble donc trop élevée.

Le bilan conjoncturel pour l'année 2024 reste mixte. Selon les comptes nationaux trimestriels, pour le 1^{er} semestre 2024, la valeur ajoutée brute à prix constants se serait affichée en hausse par rapport à la même période de l'année précédente dans le secteur de l'information et de la communication (+13 %), dans l'industrie (+1 %), dans les activités immobilières (+1 %) et dans les services publics au sens large (+5 %). En revanche, la valeur ajoutée brute à prix constants aurait affiché un recul dans la construction (-7 %), les branches du commerce, des transports, de l'hébergement et de la restauration (-2 %), et les activités financières et d'assurance (-3 %).

Le secteur financier compte pour 25 % de la valeur ajoutée brute (VAB) de l'économie luxembourgeoise et son évolution est déterminante pour la croissance économique.

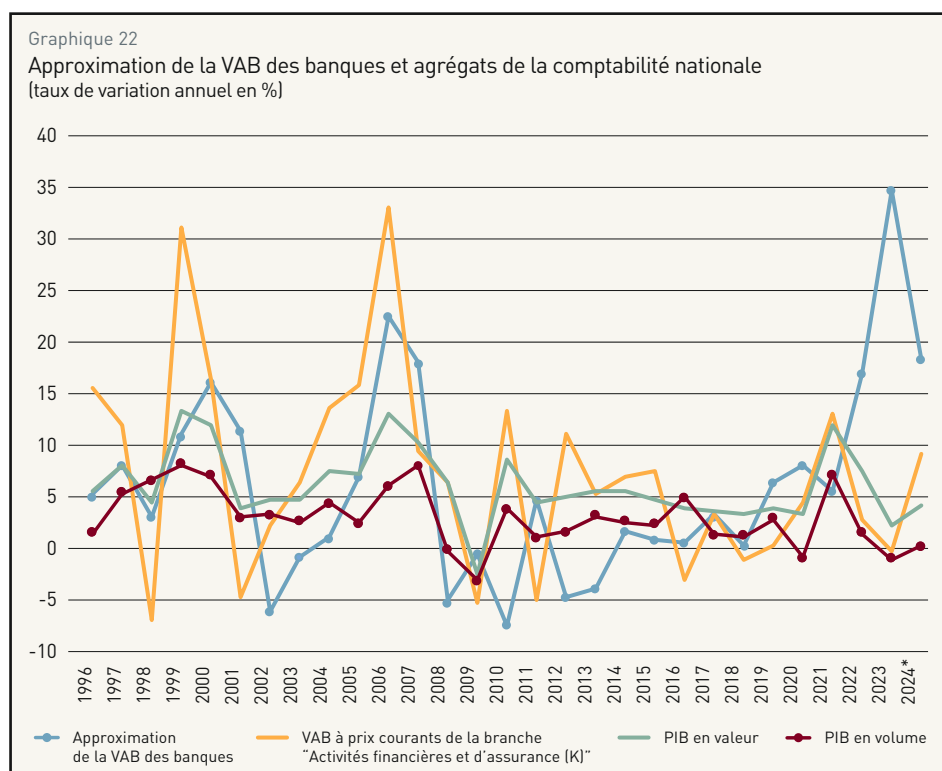
Les indicateurs à court terme disponibles pour ce secteur demeurent très positifs pour l'année 2024. Premièrement, la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) des Organismes de Placement Collectif (OPC) s'affiche en hausse de 7 % au cours des neuf premiers mois de l'année 2024 et cette hausse ne s'explique

101 L'acquis de croissance du PIB réel pour l'année 2024 correspond au taux de croissance du PIB réel entre 2024 et 2023 que l'on obtiendrait si la variable demeurait jusqu'à la fin de l'année 2024 au niveau (ajusté pour les variations saisonnières) du dernier trimestre connu, ce qui est le deuxième trimestre dans ce cas-ci. L'estimation de l'acquis de croissance est conditionnelle aux données historiques ; donc elle changera aussi quand les données historiques seront révisées.

pas exclusivement par une incidence positive provenant de l'évolution des marchés financiers, mais également par des entrées nettes de capitaux. Pour l'ensemble de l'année 2024, l'industrie des fonds devrait donc afficher une croissance des actifs sous gestion, après deux années consécutives de baisse en 2022 et 2023. Deuxièmement, le secteur bancaire affiche de très bons résultats opérationnels. Sur la base des comptes agrégés de pertes et profits des banques, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts est en hausse de 21 % au deuxième trimestre 2024 par rapport à la même période de l'année précédente¹⁰². Cette hausse a aussi une assise très large, car elle résulte à la fois d'une nouvelle progression (à un nouveau niveau record) de la marge sur intérêts (+ 10 %), d'une hausse des revenus nets sur commissions (+ 10 %) et d'un recul des frais d'exploitation (- 13 %).

Si ces évolutions sont globalement très positives pour le secteur financier, il n'est pas évident de tirer des conclusions en ce qui concerne l'impact sur les agrégats de la comptabilité nationale. D'une part, le secteur financier est plus large que le secteur bancaire et l'industrie des fonds, car il englobe aussi d'autres branches, notamment les assurances ou les SOPARFI, pour lesquelles nous ne disposons pas d'indicateurs à haute fréquence qui permettent un suivi conjoncturel. D'autre part, pour un observateur externe, il est difficile de traduire mécaniquement l'évolution de ces indicateurs en un impact sur les agrégats de la comptabilité nationale, comme le PIB en valeur, le PIB en volume¹⁰³ ou encore le RNB.

Le graphique suivant compare l'évolution d'un indicateur calculé sur la base des résultats opérationnels du secteur bancaire, censé approximer la VAB à prix courants du secteur bancaire (« Approximation de la VAB des banques ») à celle de trois agrégats de la comptabilité nationale, la VAB à prix courants du secteur financier au sens large (VAB en valeur des « Activités financières et d'assurance (K) »), le PIB en valeur et le PIB en volume.



Note : L'approximation de la VAB des banques correspond à la somme de la marge sur intérêts et des revenus nets sur commissions, déduction faite des frais d'exploitation. 2024* : Il s'agit des données du premier semestre 2024.

Sources : STATEC, calculs BCL

102 Pour les données, voir sous https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/11_etablissements_credit/11_03_Tableau.xls.

103 Les estimations des séries en volume sont calculées en déflétant les séries en valeur par des indices de prix, exercice particulièrement laborieux pour les activités liées aux services et aux services financiers en particulier. Concernant ces derniers, l'évolution des indices de prix est souvent conditionnée par celles des séries financières telles que les taux d'intérêts bancaires, les taux d'intérêts du marché monétaire, les taux de rendement des obligations à long terme, les indices boursiers ou encore le taux de change. Ces séries sont généralement très volatiles. Les difficultés rencontrées pour déflater la VAB du secteur financier impliquent que l'incertitude entourant ces estimations est élevée, incertitude qui se transmet également aux estimations du PIB en volume.

La différence entre l'indicateur issu des comptes agrégés des pertes et profits des banques (courbe bleue) et la VAB du secteur financier (courbe rouge), a été non négligeable depuis 1996, mais plus particulièrement depuis 2010. Ceci témoigne d'un lien assez incertain entre les séries, ce qui incite à une certaine prudence lors des extrapolations mécaniques. Au cours des dernières années, ces divergences se sont même accentuées. En 2023, les résultats du secteur bancaire ont affiché une hausse de plus de 30 %, en nette accélération par rapport à 2022, mais les trois agrégats de la comptabilité nationale ont ralenti à un niveau de croissance comparativement très bas. Le PIB en volume a même reculé. Au 1^{er} semestre 2024, les résultats du secteur bancaire continuent à afficher une très forte progression, bien que moins rapide que celle pour l'ensemble de l'année 2023, tout en gardant le différentiel de croissance important par rapport aux agrégats de la comptabilité nationale.

L'amélioration des résultats du secteur bancaire depuis 2022 résulte en grande partie de l'amélioration de leur marge sur intérêts, qui a connu une très forte hausse dans le contexte des adaptations des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème depuis juillet 2022¹⁰⁴.

La traduction des résultats du secteur financier dans la comptabilité nationale a toujours été un exercice difficile¹⁰⁵ et en particulier en ce qui concerne la marge d'intermédiation des banques/du secteur financier. En effet, certaines opérations ne sont pas reprises dans la production, et donc dans la VAB du secteur¹⁰⁶ ou sont neutres pour la VAB de l'économie dans son ensemble, donc sans impact sur le PIB en valeur ou le PIB en volume¹⁰⁷.

Il n'est pas non plus évident de déduire l'éventuel impact de ces opérations sur le RNB, le revenu agrégé des résidents. En 2023, selon les comptes des secteurs institutionnels, le solde des revenus primaires du secteur financier (S12), la part du RNB en provenance du secteur financier (résident), a

104 Voir BCL (2024) Revue de stabilité financière.

105 Dans le SEC79, la « marge sur intérêts des banques » était considérée comme une consommation intermédiaire pour l'économie dans son ensemble. Ceci avait pour effet de sous-estimer la VAB au Luxembourg puisqu'une part importante de ces services étaient exportés. Pour gommer ces « insuffisances » de la méthodologie commune peu adaptée à celle d'une petite économie ouverte avec un très grand centre financier, le STATEC publiait, entre le début des années 80 et la fin des années 90, une version « nationale » du PIB. Voir sous STATEC (1991) La version nationale des comptes nationaux : une révision, Bulletin N°6/7.

Sur la base de l'annuaire statistique de 1999 du STATEC, la différence entre la version nationale et la version SEC79 du PIB aurait été proche de 20 % en 1985, mais se serait ensuite amenuisée autour de 10 % en moyenne sur la période 1989-1997.

Un premier changement méthodologique fut introduit en 2006 (dans le SEC95) et il consistait à répartir les SIFIM (Services d'intermédiation financière indirectement mesurés) aux différents emplois finaux, au lieu de les considérer exclusivement comme de la consommation intermédiaire. Cette modification avait pour effet de rehausser le niveau du PIB en valeur de 7,5 % en moyenne sur les années 1995-2004. Néanmoins, l'impact à la hausse sur le niveau du RNB n'avait été que de 1,1 % en moyenne puisque les revenus de cette production étaient aussi principalement attribués à des entités non résidentes. Voir STATEC (2006) Révision des comptes nationaux luxembourgeois, Note de conjoncture N°1, pp.16-20.

Un affinement méthodologique fut introduit avec le SEC2010. « Le SEC 1995 précisait qu'il ne fallait pas calculer de SIFIM entre IF [(intermédiaires financiers)] résidents. Le SEC 2010 ajoute que par convention, il ne faut pas non plus calculer de SIFIM interbancaires entre IF résidents et IF non-résidents. Les SIFIM sont calculés uniquement vis-à-vis des secteurs institutionnels utilisateurs non bancaires. Le Luxembourg ayant été importateur net de SIFIM dans l'interbancaire avec le reste du monde, la disparition de ces importations fait augmenter le PIB luxembourgeois. » Cette modification a eu pour incidence de rehausser légèrement le niveau du PIB, de 1,1 % en moyenne sur la période 2000-2013. Voir STATEC (2014) Révisions des comptes nationaux et de la balance des paiements, pp. 16-18.

Selon les comptes des secteurs, les exportations brutes de SIFIM comptent pour 9 % du PIB en moyenne sur la période 1995-2023 et les exportations nettes de SIFIM pour 7 %. Néanmoins, ces estimations sont susceptibles d'être revues à la baisse.

106 Il s'agit par exemple des opérations d'intermédiation financière entre intermédiaires financiers ou encore les opérations sur produits dérivés. Ces opérations et les revenus qui en découlent ont néanmoins une incidence sur d'autres agrégats de la comptabilité nationale.

107 Sur la base du SEC2010, si le secteur bancaire augmente sa marge sur intérêts grâce à des opérations avec des intermédiaires financiers non-résidents, ce qui, pour un observateur externe, est impossible à distinguer des autres opérations, alors les profits sur ces opérations sont susceptibles d'augmenter, ainsi que les impôts dus sur ces profits. Néanmoins, il n'y aura pas d'impact direct sur le PIB.

chuté fortement (-58 %), après une baisse non négligeable déjà enregistrée en 2022. Le revenu disponible¹⁰⁸ du secteur financier a également baissé fortement et a même été négatif en 2023 (- 1 759 millions d'euros), ce qui est exceptionnel dans une perspective historique, même si cela avait déjà été le cas en 2022. Ces évolutions tranchent nettement avec les résultats publiés par les banques dans leurs bilans ou leurs comptes de profits et pertes.

Au vu de ce qui précède, on peut s'interroger si la performance du secteur financier sur les dernières années (surtout en 2023), et par ricochet celle de l'économie luxembourgeoise dans son ensemble, n'a pas été meilleure que les données de la comptabilité nationale ne le laissent supposer à l'heure actuelle.

Compte tenu des incidences de l'activité du secteur bancaire sur les recettes fiscales¹⁰⁹ et des conclusions qu'un observateur externe est susceptible de tirer de l'évolution des agrégats macroéconomiques, il ne s'agit pas d'une question anodine.

Plus généralement, compte tenu des multiples interrogations, il serait souhaitable que le STATEC communique davantage sur les résultats de la comptabilité nationale, la méthodologie statistique sous-jacente ainsi que les défis que cela peut présenter pour les calculs et l'interprétation des principaux agrégats macroéconomiques.

De même, l'analyse conjoncturelle dans le projet de budget pourrait être approfondie. Dans l'exposé des projections macroéconomiques, les auteurs s'attardent sur les enquêtes de conjoncture dans la construction et l'industrie, des branches certes importantes et qui traversent une période difficile à l'heure actuelle, mais il n'y a aucune référence aux résultats du secteur financier, un secteur dont l'impact est pourtant déterminant pour la croissance économique au Luxembourg.

En ce qui concerne l'année 2025, le projet de budget 2025 prévoit une nouvelle augmentation de la croissance économique à 2,7 %, sans toutefois fournir des explications.

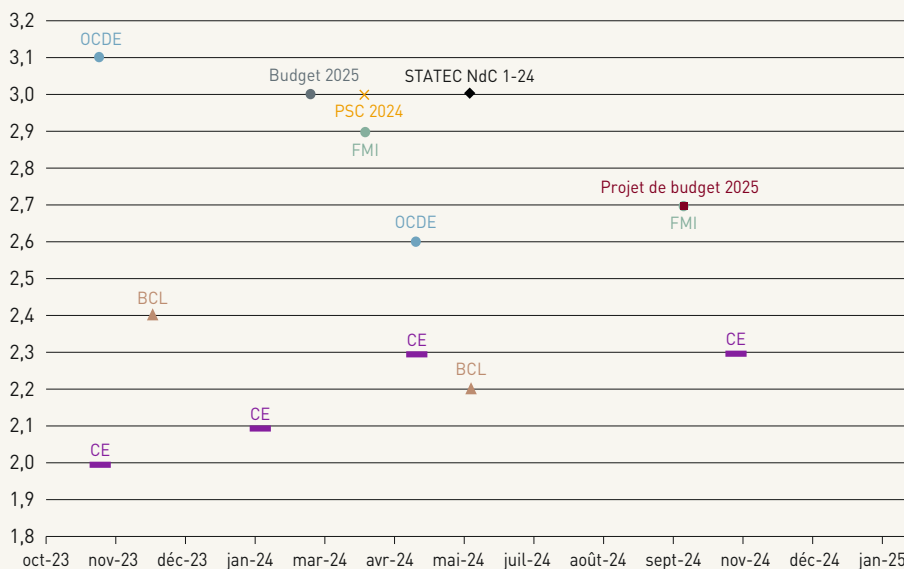
Le graphique ci-après présente l'évolution des projections du PIB en volume au Luxembourg pour l'année 2025.

108 Le revenu disponible d'un secteur est égal à son solde des revenus primaires ajusté pour la distribution secondaire des revenus. En général, la distribution secondaire des revenus implique une hausse du revenu disponible des administrations publiques et une baisse des revenus disponibles des autres secteurs à travers les prélèvements obligatoires des administrations publiques (impôts sur les revenus et la fortune) sur les revenus des autres secteurs nets des versements liés à des prestations sociales. Pour l'économie dans son ensemble, le solde des revenus primaires (RNB) est (approximativement) égal à son revenu disponible. La différence, somme toute marginale, provient des « Autres transferts courants » avec le reste du monde. Au niveau des secteurs, il y a aussi des différences entre le solde des revenus primaires et le revenu disponible qui ne sont pas dues aux opérations avec le secteur des administrations publiques, mais leur incidence nette reste globalement moins importante.

109 La très forte hausse des résultats opérationnels en 2023 s'est soldée par une très forte augmentation des impôts dus par le secteur bancaire au titre de l'exercice d'imposition 2023. Les impôts payés par les banques ont déjà augmenté en 2023 et 2024 et ce phénomène positif pour les finances publiques devrait se poursuivre en 2025. Voir sous 2.2.2 L'impôt sur le revenu des sociétés.

Voir aussi l'encadré « Les impôts sur le revenu payés par les banques » dans l'avis de la BCL sur le projet de budget (https://www.bcl.lu/fr/publications/bulletins_bcl/BCLAnalyse/encadres/20241E12.pdf).

Graphique 23
Evolution des projections du PIB réel au Luxembourg pour l'année 2025 (en %)



Sources : Commission européenne, FMI, OCDE, projet de budget 2025, PSC 2024, STATEC, BCL, BCE

d'avril 2024 ou dans la Note de conjoncture de juin, ont généralement été plus élevées que celles des autres institutions publiées approximativement à la même date. En juin 2024, le STATEC prévoyait encore un taux de croissance du PIB réel de 3,0 %, qu'il a abaissé à 2,7 % en octobre 2024. Le Fonds monétaire international a publié également une projection plutôt élevée, bien qu'il ait baissé sa prévision de croissance de 0,2 p.p., à 2,7 % en octobre 2024. La Commission européenne avait projeté une croissance de 2,0 % en novembre 2023, avant de revoir ses prévisions à la hausse en début de l'année ainsi qu'au printemps 2024, pour finalement les garder inchangées à 2,3 % en automne 2024. Des révisions à la baisse ont aussi été constatées pour les projections de la BCL, de 0,2 p.p. à 2,2 % au printemps 2024, quand l'OCDE a aussi baissé ses prévisions de 0,5 p.p. à 2,6 %. Dans ce contexte, la croissance de 2,7 % retenue dans le projet de budget 2025 figure parmi les prévisions les plus élevées, bien qu'elle reste en ligne avec celle du FMI. On peut aussi se demander comment le STATEC adaptera sa projection pour le Luxembourg s'il révisé à la baisse son hypothèse de croissance pour la zone euro qui, à l'heure actuelle, semble également trop élevée (voir le sous-chapitre ci-avant).

Selon le projet de budget, la croissance de l'emploi total serait plus faible en 2024, à 0,9 %, avant de rebondir à 1,5 % en 2025. La projection de l'emploi total a été ajustée à la baisse pour les deux années, ce qui reflète sans doute le ralentissement sur le marché du travail au début de l'année 2024 qui a été plus important que prévu.

Le coût salarial moyen (CSM) devrait progresser de 3,0% en 2024 et de 3,3 % en 2025. Cette trajectoire s'explique par la fin d'une mesure temporaire de compensation pour les entreprises¹¹⁰. Sur les années

De manière générale, les institutions internationales ont ajusté à la baisse leurs prévisions pour l'année 2025, à l'exception de la Commission européenne, qui les a légèrement révisées vers le haut et ainsi rapprochées des autres institutions étant donné que ses projections au début de l'année 2024 étaient les plus pessimistes. Si les données historiques et le scénario de croissance de 2024 pour le Luxembourg n'ont pas changé, la croissance pour la zone euro a été ajustée à la baisse pour les années 2024 et 2025, comme exposé dans le sous-chapitre précédent, ce qui pourrait expliquer l'ajustement vers le bas.

Les prévisions réalisées par le STATEC telles que présentées dans le programme de stabilité

110 Suivant les accords tripartites de mars 2023, le taux de cotisation patronale à la Mutualité des Employeurs a été réduit en 2024 afin de compenser partiellement les employeurs pour le coût de la troisième tranche indiciaire payée en 2023. Cette mesure temporaire abaisse le niveau du coût salarial moyen en 2024 et modifie son profil de croissance, avec un ralentissement plus marqué en 2024, mais aussi une accélération en 2025. La mesure a uniquement une incidence pour les employeurs, qui voient une baisse de leur coût salarial, mais elle n'a pas d'incidence sur la rémunération perçue par les salariés, dont la croissance baisse moins fortement en 2024 et augmente plus faiblement en 2025. Sur les années 2024-2026, les deux indicateurs [coût salarial à charge de l'employeur et rémunération perçue par le salarié] évolueraient au même rythme en moyenne.

2024-2025, la projection du coût salarial moyen est quasiment inchangée en moyenne, mais la projection pour 2024 a été révisée à la hausse (+0,4 p.p.), alors que la projection pour 2025 a été révisée à la baisse (-0,3 p.p.). Ces révisions sont à première vue surprenantes, étant donné que la projection d'inflation n'a pas changé, ni pour 2024, ni pour 2025.

Tableau 16 :

Écart de production (en % du PIB potentiel)

	2023	2024	2025
Budget 2024 - STATEC	-2,6	-2,4	-1,5
Budget 2024 - Ministère / Annexe 7*	-2,7	-2,6	-2
STATEC Ndc 1-2024	-1,8	-2,6	-2,2
Projet de budget 2025 - STATEC	-1,9	-2,7	-2,4
Projet de budget 2025 - Ministère / Annexe 6*	/	-2,8	-1,9
Commission européenne – novembre 2024	-3,7	-3,2	-2,9

Note : * Il s'agit des annexes « Le passage des soldes nominaux aux soldes structurels ».

Sources : STATEC, Commission européenne, budget 2024, projet de budget 2025

Selon les estimations du STATEC préparées dans le contexte du projet de budget 2025, l'écart de production (exprimé en % du PIB potentiel) serait de -1,9 % en 2023, -2,7 % en 2024 et de -2,4 % en 2025. Il se serait donc élargi en 2024 et en 2025 il resterait plus grand qu'en 2023.

Par rapport au budget 2024, l'écart de production pour 2023 a été révisé à la baisse de près de 0,7 p.p. Cela contraste avec les années 2024 et 2025, pour lesquelles l'écart de production a été revu à la hausse. Cette révision est surprenante, notamment pour 2023, année pour laquelle les données historiques n'ont pas changé. En comparaison avec les estimations les plus récentes du STATEC (Note de conjoncture de juin 2024), l'écart de production est resté quasiment inchangé. Par rapport au projet de budget 2025, les estimations d'automne de la Commission européenne anticipent un écart de production encore plus négatif, à concurrence de 1,8 p.p. en 2023 et de 0,5 p.p. en 2024 et 2025.

1.3. LES FINANCES PUBLIQUES

1.3.1. La politique budgétaire au cours des années récentes

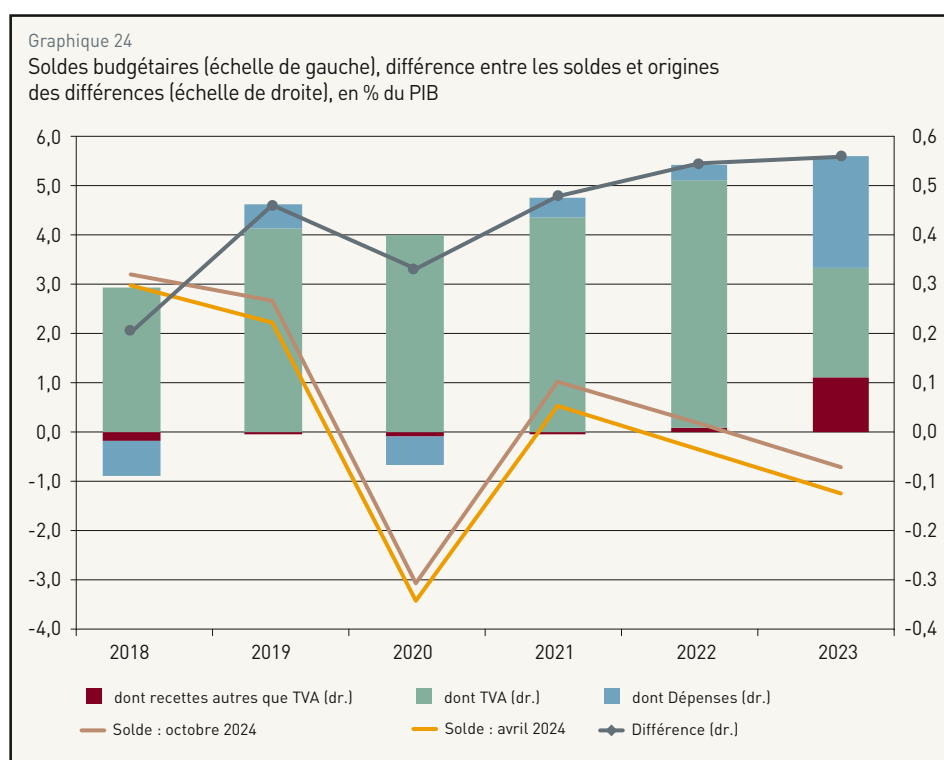
1.3.1.1. L'évolution de la situation et de la structure budgétaires des administrations publiques

Suite aux années 2009 et 2010 marquées par la crise économique et financière, les surplus budgétaires des administrations publiques ont connu une amélioration progressive (cf. tableau 17) pour atteindre en 2019 un surplus de 2,7 % du PIB. L'année 2020 a été marquée par un renversement de tendance en raison de la pandémie et des mesures prises par le gouvernement. Le solde est ainsi passé d'un surplus de 2,7 % du PIB à un déficit de 3,1 % du PIB. Après une amélioration significative en 2021, le solde public en 2022, année marquée par la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine et la crise énergétique qui en a résulté, bien que restant toujours en territoire positif, n'affichait plus qu'un léger surplus de 0,2 % du PIB. En 2023, le solde affichait un déficit à concurrence de 0,7 % du PIB dont l'origine se trouve, entre autres, dans les mesures additionnelles mises en place par le gouvernement pour contrer les effets négatifs de la crise énergétique.

Les soldes tels que présentés dans la notification d'octobre 2024 ont été révisés à la hausse sur la période 2018-2023 (de l'ordre de 2,6 % du PIB en cumulé ou de 0,4 % du PIB en moyenne par an) par rapport à ceux affichés dans la notification d'avril 2024, la raison se trouvant principalement dans l'enregistrement des recettes de TVA en comptabilité nationale alors que les recettes en base caisse sont restées inchangées¹¹¹.

Le graphique ci-dessous présente les soldes tels qu'ils ressortent de ces deux notifications, la différence entre ces soldes ainsi que l'origine des différences.

À l'exception de l'année 2023, on constate que la hausse des recettes de TVA explique pratiquement l'entièreté des révisions des soldes au cours de la période 2018-2023.



Sources : STATEC, calculs BCL

Pour un observateur externe, des révisions sur un horizon aussi long sont surprenantes et difficiles à appréhender, d'autant plus qu'il s'agit d'une composante dont les montants sont enregistrés en base caisse. De plus, les montants en jeu sont importants et impactent les soldes de manière non négligeable¹¹².

À la lecture des chiffres, on s'interroge quant aux incidences de ces révisions sur les projections incluses dans la programmation pluriannuelle 2024-2028.

Enfin, il serait souhaitable que le passage des données en base caisse vers les données de comptabilité nationale (SEC 2010)¹¹³ soit dûment expliqué ainsi que l'origine d'éventuelles révisions. L'utilisateur des données ne peut se satisfaire d'observer des révisions dans les données sans en connaître la cause exacte.

111 Voir le chapitre 2.2.5 La TVA.

112 En cumulé sur la période 2018-2023, les améliorations des recettes de TVA et du solde s'élevèrent à respectivement 1,6 milliard et 1,8 milliard d'euros. Les révisions sur le solde n'ont pas eu d'incidence sur le niveau de la dette publique et/ou les liquidités de la Trésorerie.

113 La différence principale entre ces deux méthodes a trait au moment auquel se réfère l'enregistrement des transactions. La méthode dite de base caisse comptabilise une transaction au moment de l'encaissement ou du décaissement des fonds, c'est-à-dire au moment où la sortie/rentree de fonds entraîne une modification concrète du contenu de la caisse. La méthode des droits constatés comptabilise une transaction lorsqu'intervient l'activité qui va générer les recettes ou les dépenses. Cette méthode ne tient donc pas compte du moment auquel interviennent les décaissements ou encaissements de fonds. Cela signifie que les transactions ne sont pas enregistrées lorsque les mouvements de fonds sont effectués, mais lorsque la valeur économique est créée, transformée, échangée ou éteinte. Pour plus de détails sur les différences entre la base caisse et la méthode des droits constatés, voir l'Avis de la BCL sur le projet de Budget 2017, pages 45-52 (https://www.bcl.lu/fr/cadre_juridique/documents_nationaux/avis_bcl/budget/Avis_BCL_2017.pdf).

Tableau 17 :

Évolution des recettes, dépenses et soldes des administrations publiques (en % du PIB nominal)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	DIFFÉRENCE 2019-2022
Recettes adm. pub.	41,3	42,5	41,7	42,2	42,3	42,1	41,9	41,7	41,9	42,6	45,5	45,7	43,9	43,8	44,0	47,2	1,4
Dépenses adm. pub.	37,9	42,7	42,0	41,5	41,8	41,2	40,6	40,4	40,0	41,3	42,4	43,1	47,0	42,8	43,8	47,9	4,8
Solde adm. pub.	3,4	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,8	1,3	1,3	1,9	1,4	3,2	2,7	-3,1	1,0	0,2	-0,7	-3,4
Recettes adm. centrale	28,0	28,7	28,6	28,6	28,9	29,0	29,1	28,8	28,9	29,1	31,4	31,3	29,8	30,4	30,6	32,4	1,2
Dépenses adm. centrale	27,7	30,7	30,6	30,1	30,6	30,0	29,4	29,1	28,9	29,6	30,5	31,0	34,3	30,8	31,5	34,3	3,2
Solde adm. centrale	0,2	-2,0	-2,0	-1,5	-1,8	-1,0	-0,3	-0,4	-0,1	-0,5	1,0	0,2	-4,5	-0,4	-0,9	-1,8	-2,1
Recettes adm. locales	5,0	5,0	5,0	5,1	5,1	4,9	4,8	4,6	4,8	4,7	5,2	5,3	5,0	4,8	4,8	5,3	0,0
Dépenses adm. locales	4,6	5,2	4,8	4,8	4,6	4,6	4,5	4,3	4,6	4,6	4,8	4,9	4,9	4,7	5,0	5,6	0,8
Solde adm. locales	0,4	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,8
Recettes séc. soc.	19,1	20,1	19,1	19,1	19,2	19,0	18,7	18,6	18,3	19,0	19,4	19,8	20,4	18,8	19,3	20,5	0,7
Dépenses séc. soc.	16,4	18,2	17,5	17,3	17,4	17,6	17,4	17,2	16,6	17,3	17,6	17,8	19,1	17,5	18,0	19,0	1,2
Solde séc. soc.	2,7	1,9	1,6	1,8	1,8	1,5	1,3	1,4	1,7	1,7	1,8	2,0	1,3	1,3	1,3	1,5	-0,5

Sources : STATEC, calculs BCL

Il ressort de la décomposition par sous-secteurs que l'administration centrale est en majeure partie responsable de la dynamique du solde des administrations publiques observée tout au long de la période considérée (voir également graphique 25).

1.3.1.2. L'administration centrale

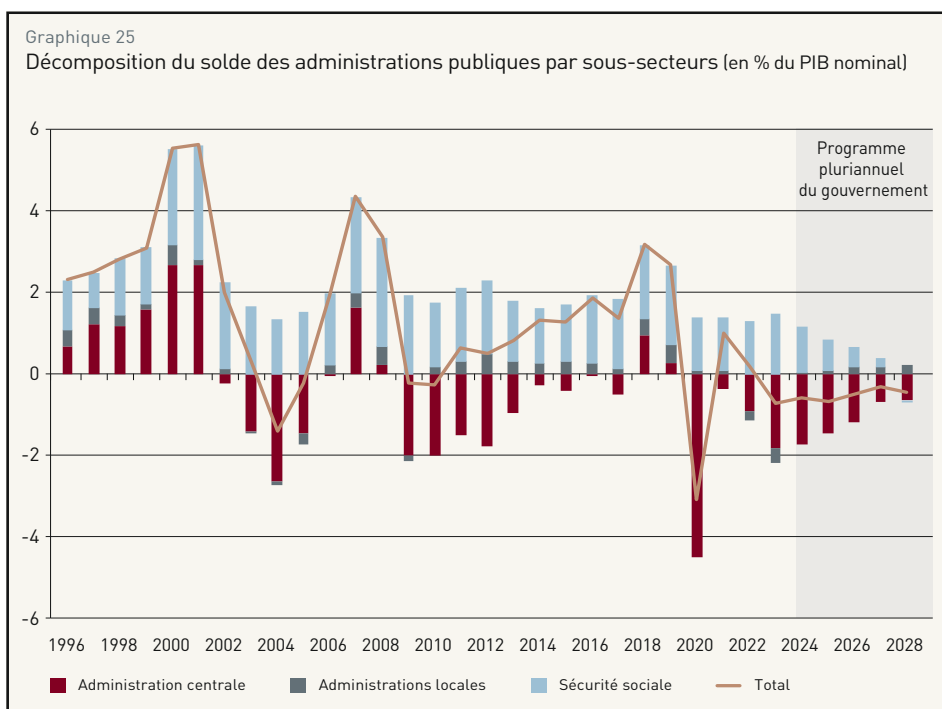
Depuis l'année 2009, l'administration centrale a enregistré des déficits récurrents à l'exception des années 2018 et 2019. Si ces déficits ont été plus que compensés par les surplus budgétaires des administrations locales et surtout de la Sécurité sociale, à l'exception des années 2009, 2010, 2020 et 2023, ils le seront de moins en moins du fait que les surplus de la Sécurité sociale seraient de plus en plus réduits et convergeraient même vers zéro en 2028 selon le gouvernement.

Les surplus observés pour les administrations publiques dans leur ensemble donnent ainsi à tort une image positive de l'état des finances publiques.

En effet, comme la BCL l'a déjà soulevé à de nombreuses reprises dans ses précédents avis, ces excédents masquent des problèmes structurels importants : les surplus dégagés par la Sécurité sociale ne viennent pas directement compenser les déficits de l'administration centrale, mais servent à alimenter le Fonds de compensation, dont l'objectif est de constituer une réserve en vue du financement futur des pensions. Ceci explique l'augmentation de la dette publique au cours de la dernière décennie, qui est passée de 8,1 % du PIB en 2007 à 22,3 % du PIB en 2019, alimentée par les soldes déficitaires (hormis les années 2018 et 2019) de l'administration centrale.

La crise économique de 2020 provoquée par la pandémie liée au COVID-19 suivie par celle de l'énergie marquée par une très forte poussée inflationniste montrent à quel point des finances publiques saines peuvent se retourner très rapidement et donner naissance à des déficits parfois importants.

À l'instar du solde budgétaire, le ratio de dette publique a également souffert des crises de 2020 et de 2022. Alors qu'il était sur une pente descendante au cours de la période 2013-2018, le ratio de dette est remonté de 22,3 % du PIB en 2019 à 24,5 % du PIB en 2020, soit une augmentation de 2,2 p.p. en une année. Après une stabilisation en 2021, le ratio a de nouveau augmenté en 2022 et en 2023 pour atteindre 25,5 % du PIB. Au total, le ratio a donc augmenté de 3,3 p.p. du PIB entre 2019 et 2023.



Sources : STATEC, projet de budget 2025, programmation pluriannuelle 2024-2028, calculs BCL

Au cours des prochaines années, les autorités publiques devront faire face à des dépenses importantes incluant notamment la hausse des coûts liés à l'assurance-maladie, au vieillissement de la population, à la Défense ainsi que les transitions digitale et énergétique. La hausse de ces dépenses nécessitera une réorientation de ces dernières afin de pouvoir adresser les défis structurels du Luxembourg dans les meilleures conditions possibles. Au vu de ce qui précède, il est donc nécessaire de réduire au maximum les déficits enregistrés au niveau de l'administration centrale, ceci étant d'autant plus important compte tenu de la disparition des surplus de la Sécurité sociale prévue par le gouvernement dans les années à venir.

Tableau 18 :

Évolution des soldes des administrations publiques, 2008-2028 (en % du PIB nominal)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024*	2025*	2026*	2027*	2028*
Solde adm. pub.	-0,2	-0,3	0,7	0,5	0,8	1,3	1,3	1,9	1,4	3,2	2,7	-3,1	1,0	0,2	-0,7	-0,6	-0,6	-0,5	-0,3	-0,4
Solde adm. centrale	-2,0	-2,0	-1,5	-1,8	-1,0	-0,3	-0,4	-0,1	-0,5	1,0	0,2	-4,5	-0,4	-0,9	-1,8	-1,7	-1,5	-1,2	-0,7	-0,7
Solde adm. locales	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3	0,2	0,1	0,4	0,5	0,1	0,1	-0,2	-0,3	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2
Solde séc. soc.	1,9	1,6	1,8	1,8	1,5	1,3	1,4	1,7	1,7	1,8	2,0	1,3	1,3	1,3	1,5	1,1	0,8	0,5	0,2	0,0

*Projections incluses dans la programmation pluriannuelle 2024-2028

Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2024-2028

Selon le tableau 19, au cours de la période 2012-2016, le ratio des recettes par rapport au PIB au niveau de l'administration centrale a connu une certaine stabilité. Par après, il est passé de 28,9 % du PIB en 2016 à 31,3 % du PIB en 2019 (+2,4 p.p.).

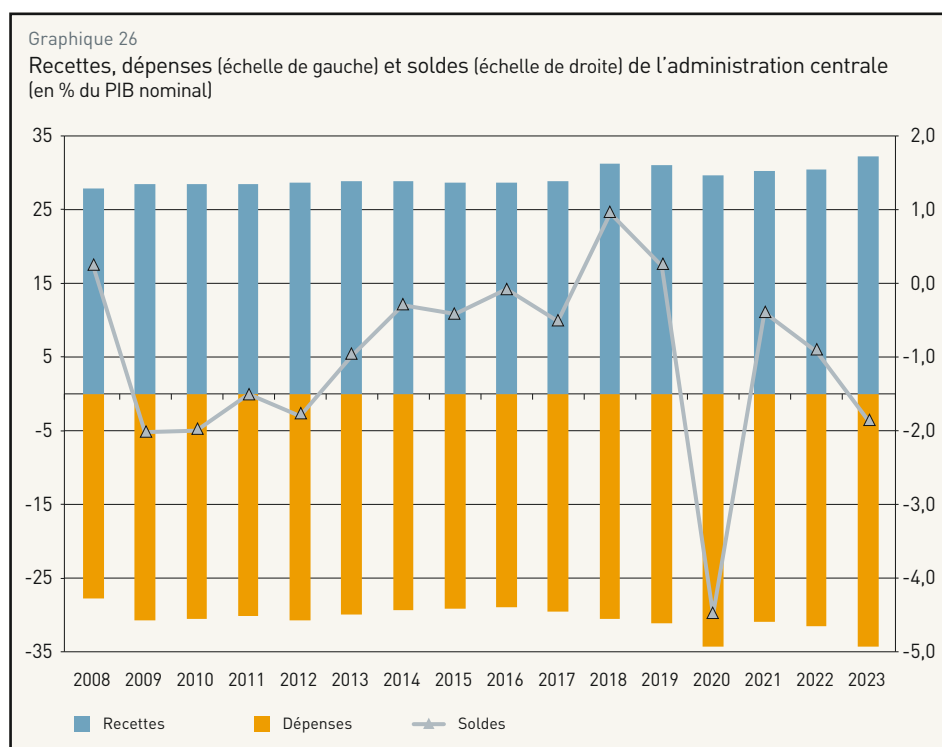
Du côté des dépenses, le ratio a reculé progressivement entre 2012 et 2016 avant de remonter légèrement entre 2016 et 2019 pour s'établir à 31 % du PIB.

Il résulte de l'évolution des recettes et des dépenses de l'administration centrale que son solde s'est amélioré progressivement entre 2012 et 2016 (à l'exception de l'année 2015), en majeure partie grâce à une diminution des dépenses en proportion du PIB. Après une légère détérioration du solde en 2017, celui-ci est repassé en territoire positif en 2018 [pour la première fois depuis 2008], affichant un surplus de 1,0 % du PIB. En 2019, le solde au niveau de l'administration centrale enregistrait encore un léger surplus de 0,2 % du PIB.

L'irruption de la crise sanitaire et économique de 2020 a eu un impact très important tant sur les recettes que sur les dépenses de l'administration centrale. Le ratio des recettes a baissé de 1,5 p.p. par rapport à 2019 pour atteindre 29,8 % du PIB alors que le ratio des dépenses a augmenté de 3,3 p.p. pour s'établir à 34,3 % du PIB en raison notamment des mesures prises par le gouvernement pour contrer les effets de la crise. L'évolution des recettes et des dépenses a entraîné un déficit de l'administration centrale de 4,5 % du PIB, soit un niveau largement supérieur à celui résultant de la crise économique et financière de 2008. Un déficit d'une telle ampleur au niveau de l'administration n'a jamais été observé depuis la compilation des comptes nationaux.

Toutefois, en 2021, l'amélioration du contexte sanitaire et économique a permis un redressement des finances de l'administration centrale. Ainsi, les recettes se sont élevées à 30,4 % du PIB, soit une hausse de 0,6 p.p. par rapport à 2020. Quant aux dépenses, la suppression progressive des mesures discrétionnaires a contribué à leur baisse de 3,5 p.p. pour s'établir à 30,8 % du PIB. Au total, le solde de l'administration centrale a enregistré un déficit de 0,4 % du PIB en 2021¹¹⁴.

En 2022, l'évolution positive de l'année précédente a été freinée par la guerre injustifiée menée par la Russie contre l'Ukraine, ainsi que la crise énergétique qui en a résulté. Les mesures prises par le gouvernement à travers



Sources : STATEC, calculs BCL

114 Le solde de la Sécurité sociale, qui était encore excédentaire à concurrence de 2,0 % en 2019, a vu son surplus baisser fortement en 2020 et 2021 (surplus de 1,3 % du PIB) en raison de la crise sanitaire et des mesures prises par le gouvernement.

trois paquets d'aides publics (« Energiedësch », « Solidaritéitspak 1.0 et 2.0 ») ont contribué à la détérioration du solde par rapport à 2021. Les dépenses ont ainsi atteint 31,5 % du PIB, soit une hausse de 0,7 p.p. par rapport à 2021. Les recettes n'ont connu qu'une légère augmentation de 0,2 p.p. pour atteindre 30,6 % du PIB. Le solde de l'administration centrale s'est ainsi dégradé par rapport à 2021 de 0,5 p.p. affichant un déficit de 0,9 % du PIB.

En 2023, le solde de l'administration centrale a continué à se dégrader (déficit de 1,8 % du PIB) en raison, entre autres, des mesures additionnelles mises en œuvre pour contrer les effets négatifs de la crise énergétique. Les dépenses ont ainsi atteint 34,3 % du PIB, soit une hausse de 2,8 p.p. par rapport à 2022, hausse supérieure à celle enregistrée sur le ratio des recettes (+1,9 p.p.).

Tableau 19 :

Évolution des recettes, dépenses et soldes de l'administration centrale (en % du PIB nominal)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	DIFFÉRENCE 2019-2023
Recettes	28,0	28,7	28,6	28,6	28,9	29,0	29,1	28,8	28,9	29,1	31,4	31,3	29,8	30,4	30,6	32,4	1,2
Dépenses	27,7	30,7	30,6	30,1	30,6	30,0	29,4	29,1	28,9	29,6	30,5	31,0	34,3	30,8	31,5	34,3	3,2
Solde	0,2	-2,0	-2,0	-1,5	-1,8	-1,0	-0,3	-0,4	-0,1	-0,5	1,0	0,2	-4,5	-0,4	-0,9	-1,8	-2,1

Sources : STATEC, calculs BCL

1.3.1.3. La situation budgétaire : revue de l'année 2023

L'année 2023 était toujours placée sous le signe de la crise énergétique dont les conséquences en terme d'inflation pesaient encore sur les ménages et les entreprises et qui de plus était marquée par une détérioration de la situation conjoncturelle, la croissance réelle étant passée en territoire négatif (-1,1 %).

Pour faire face aux conséquences économiques et sociales, le gouvernement a adopté en plus des trois paquets de mesures présentés en 2022 (« Energiedësch », « Solidaritéitspak 1.0 et 2.0 »), un paquet de mesures additionnel (« Solidaritéitspak 3.0 »), destiné au soutien du pouvoir d'achat des ménages et de la compétitivité des entreprises et dont une grande partie des mesures est liée au prolongement de la stabilisation des prix énergétiques.

Au cours de l'année 2023, le montant déboursé pour les mesures « Solidaritéitspak 1.0 et 2.0 » (hors garanties) a atteint respectivement 254 millions d'euros et 597 millions d'euros, soit 0,3 % et 0,8 % du PIB. Le montant déboursé relatif au paquet de mesures « Solidaritéitspak 3.0 » a atteint en 2023 un niveau de 313 millions d'euros, soit 0,4% du PIB. Au total le montant déboursé pour l'ensemble des mesures s'est élevé à 1 172 millions d'euros en 2023 (voir tableau 20), soit 1,5 % du PIB, contre 482 millions d'euros en 2022 (0,6 % du PIB).

Selon la notification d'octobre 2024, le solde des administrations publiques pour l'année 2023 fait apparaître un déficit de 0,7 % du PIB contre un surplus de 0,2 % du PIB en 2022. Cette dynamique s'explique, entre autres, par la mise en place des mesures discrétionnaires mentionnées ci-avant.

Cette dégradation du solde (-0,9 p.p.) a trouvé sa source dans une hausse du ratio des dépenses totales (+4,1 p.p.) de plus grande ampleur que celle observée dans le ratio des recettes totales (+3,2 p.p.). La dégradation du solde peut en majeure partie être attribuée à l'administration centrale dont le déficit est passé de 0,9 % du PIB à 1,8 % du PIB.

Le déficit de 0,7 % du PIB affiché pour 2023 au niveau des administrations publiques représente cependant une amélioration de 0,6 p.p. par rapport au solde affiché dans la notification d'avril 2024 (-1,3 % du PIB)¹¹⁵, amélioration qui a trouvé sa source dans une hausse du ratio des recettes (+0,3 p.p.) combinée à une baisse du ratio des dépenses (-0,2 p.p.).

À la fin de l'année 2023, le ratio de dette atteignait 25,5 % du PIB, en hausse de 0,9 p.p. par rapport à celui prévalant à la fin de l'année 2022.

Tableau 20 :

Impact des mesures discrétionnaires en 2023


	MONTANTS DÉBOURSÉS / MONTANTS GARANTIS	
	EN MILLIONS EUR	EN % DU PIB
Paquet de mesures « Solidaritétspak 3.0 »	313	0,4
Introduction d'un crédit d'impôt conjoncture pour 2023 de manière rétroactive au 1 ^{er} janvier	235	0,3
Augmentation du plafond du crédit d'impôt en matière de droits d'enregistrement, dit « Bëllegen Akt », de 20 000 à 30 000 euros*	34	0,0
Maintien de l'équivalent crédit d'impôt pour les bénéficiaires du REVIS et du RPGH	16	0,0
Reconduction des aides aux entreprises	28	0,0
Paquet de mesures « Solidaritétspak 2.0 »	597	0,8
Aides aux entreprises	47	0,1
Limitation de la hausse des prix de gaz à +15% pour les ménages	219	0,3
Stabilisation du prix de l'électricité pour les ménages	109	0,1
Baisse temporaire d'un point de pourcentage des taux de TVA	216	0,3
Autres mesures	6	0,0
Paquet de mesures « Solidaritétspak 1.0 »	254	0,3
Introduction d'un crédit d'impôt énergie	188	0,2
Réduction de 7,5 cts/l de carburant et de combustible	26	0,0
Augmentation des aides financières pour études supérieures	15	0,0
Autres mesures	25	0,0
Paquet de mesures « Energiedësch »	8	0,0
Prime énergie pour ménages à faible revenu	8	0,0
TOTAL (sans garanties) :	1172	1,5
Régime d'aides sous forme de garanties du « Solidaritétspak »	30	0,0
TOTAL (avec garanties) :	1202	1,5

Source : Présentation faite à la COFIBU par le ministre des Finances le 7 octobre 2024

1.3.2. La situation budgétaire : estimations pour l'administration centrale en 2024

Le solde de l'administration centrale prévu pour 2024 dans le projet de budget 2025 s'élève à -1,7 % du PIB. Cette estimation est plus favorable que celle faite lors du dépôt du projet de budget 2024 (-2,3 % du PIB) mais équivalente à celle incluse dans le programme de stabilité et de croissance d'avril 2024.

¹¹⁵ Lors de la présentation en mars 2024 du projet de budget 2024, le déficit affiché pour 2023 au niveau des administrations publiques était de 0,7 %.



En date du 8 octobre 2024, le ministre des Finances a présenté la situation budgétaire et financière de l'administration centrale au 30 septembre 2024 lors de la réunion jointe de la Commission des Finances et du Budget et de la Commission du contrôle de l'exécution budgétaire¹¹⁶. Ces données, présentées selon la norme SEC2010, indiquent pour l'administration centrale un surplus de 471 millions d'euros (environ 0,6 % du PIB) à la fin septembre 2024. Un tel surplus représente une amélioration significative par rapport à l'estimation pour 2023 à la même période de l'année, qui s'établissait à -706 millions d'euros. Quant aux recettes et dépenses, elles ont affiché une croissance de 14,1 % et 7,4 %, respectivement, entre leur niveau réalisé entre le 1^{er} janvier et le 30 septembre 2023 et celui réalisé au cours de la même période en 2024.

Sur le volet des dépenses, le taux de croissance de 7,4 % est porté principalement par une augmentation des dépenses relatives à la rémunération des salariés (+9,2 %), aux prestations sociales autres qu'en nature (+15,4 %) et aux revenus de la propriété (+41,8 %). Ces taux de croissance sont à mettre en lien avec, entre autres, le dernier accord salarial dans la fonction publique (voir l'encadré 1 à la page 147), la hausse du chômage ainsi que la hausse des taux d'intérêt applicables aux derniers emprunts émis par l'Etat. On observe par ailleurs une décélération des subventions (+1,7 %) et une diminution des transferts en capital (-6,2 %), dans un contexte de baisse progressive des mesures visant à contenir la hausse des prix énergétiques.

Sur le volet des recettes, la très forte hausse est portée par les impôts courants sur le revenu (+18,4 %), en raison notamment des montants élevés récoltés en 2024 au titre de l'impôt sur le revenu des collectivités et de l'impôt sur les traitements et salaires. Les données en base caisse de la situation des recettes courantes de l'Etat au 30 septembre 2024 font état d'une croissance particulièrement forte de l'impôt sur le revenu des collectivités (+42 % entre septembre 2023 et septembre 2024), qui s'expliquerait notamment par un important recours aux soldes d'impôt relatifs aux années antérieures. Quant aux recettes d'impôt sur les traitements et salaires, elles ont connu une croissance de 10,9 % entre septembre 2023 et septembre 2024, et ce malgré l'adaptation du barème de l'impôt sur le revenu à hauteur de quatre tranches indiciaires depuis le 1^{er} janvier 2024.

Au vu de ce qui précède, le solde relatif à l'année 2024 reste à ce stade entouré d'incertitudes, notamment sur le volet des dépenses, dont certaines pourront encore être réalisées jusqu'au 28 février 2025, date de la clôture de l'exercice budgétaire 2024. Toutefois, pour atteindre le déficit projeté dans le projet de budget 2025 (déficit de 1 421 millions d'euros ou 1,7% du PIB), la situation budgétaire de l'administration centrale au 30 septembre 2024 (surplus de 471 millions d'euros) devrait se dégrader de 1 892 millions d'euros (environ 2,3 % du PIB). Même en tenant compte des dépenses qui pourraient être faites au cours des derniers mois de l'année 2024 et du « 5^{ème} trimestre », il semble peu probable que le solde de l'administration centrale subisse une dégradation d'une telle ampleur, qui serait inédite au vu des données observées pour les années précédentes¹¹⁷. *In fine*, le déficit dégagé en 2024 au niveau de l'administration centrale devrait être meilleur que celui projeté dans le projet de budget 2025¹¹⁸. L'effet de base dû à la plus-value constatée en 2024 serait dès lors positif et toute la trajectoire de la loi de programmation financière serait à revoir à la hausse.

116 Ces données sont disponibles sur le site du ministère des Finances à l'adresse suivante : <https://gouvernement.lu/dam-assets/documents/actualites/2024/10/08-roth-situation-financiere/tableaux-situation-budg-taire-au-30-septembre-2024.pdf>

117 Sur la période 2019-2023, la dégradation observée entre la situation budgétaire de l'administration centrale au 30 septembre de l'année en cours et le solde final repris dans les comptes nationaux s'est élevée, en moyenne, à environ 670 millions d'euros.

118 Lors de la réunion de la COFIBU du 8 octobre 2024, le ministre des Finances a précisé : « il se peut que, de manière générale, l'exécution budgétaire pour l'année 2024 se réalise de manière plus favorable que prévue. ».