



BULLETIN
2022

3



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG
EUROSystème



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME



Toute communication ou suggestion peut être adressée à la

Banque centrale du Luxembourg
Section Communication
2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg
Télécopie : (+352) 4774-4910
e-mail : info@bcl.lu
Luxembourg, le 15 juillet 2022

Achévé de rédiger le 10 juin 2022

SOMMAIRE

| | | |
|----------|--|----------|
| 1 | LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE | 8 |
| 1.1 | La situation économique dans la zone euro | 8 |
| 1.1.1 | Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire | 8 |
| 1.1.2 | Les marchés financiers | 10 |
| 1.1.3 | Les prix à la consommation | 12 |
| 1.1.4 | L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail | 13 |
| 1.1.5 | La balance des paiements de la zone euro | 14 |
| 1.1.6 | Les projections macroéconomiques pour la zone euro | 15 |
| 1.2 | La situation économique au Luxembourg | 18 |
| 1.2.1 | Les prix et les coûts | 18 |
| | Encadré 1: Forte hausse des prix de l'énergie en 2021 et en début d'année 2022 | 21 |
| 1.2.2 | Le marché du travail | 33 |
| 1.2.3 | Les activités sectorielles | 38 |
| 1.2.4 | Le secteur financier | 43 |
| 1.2.5 | La croissance économique | 59 |
| 1.2.6 | Les projections macroéconomiques de juin 2022 | 61 |
| 1.2.7 | Les relations économiques avec le reste du monde | 73 |
| 1.2.8 | Les finances publiques | 78 |

2 ANNEXES

| | |
|---|----|
| 1 Règlements de la BCL | 86 |
| 2 Circulaires de la BCL | 86 |
| 3 Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu). | 86 |
| 4 Publications de la BCL | 90 |
| 5 Publications de la Banque centrale européenne (BCE) | 92 |
| 6 Liste des abréviations | 92 |



VUE D'ENSEMBLE DU BULLETIN 2022/3

Le bulletin 2022/3 de la Banque centrale du Luxembourg (BCL) fournit un aperçu de la situation économique et de ses perspectives pour la zone euro et le Luxembourg sur base des données disponibles au 10 juin 2022, date de clôture de la publication.

La première partie présente la situation économique et financière dans la zone euro ainsi que les décisions de politique monétaire prises par le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne lors de sa réunion du 9 juin 2022.

La deuxième partie est consacrée à l'économie du Luxembourg. Elle comprend d'abord une analyse rétrospective de l'évolution de la conjoncture au cours de la première moitié de l'année 2022. L'économie nationale est considérée dans son ensemble, mais aussi au travers de ses principaux secteurs. Ce survol analyse le marché du travail, les relations économiques du Luxembourg avec le reste du monde, et les évolutions en matière de prix et de coûts. Le diagnostic conjoncturel est complété par les projections macroéconomiques telles qu'élaborées par les économistes de la BCL.

Un encadré présente les facteurs sous-jacents à la forte inflation des prix de l'énergie en 2021 et au début de l'année 2022.

| | | |
|----------|--|----------|
| 1 | LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE | 8 |
| 1.1 | La situation économique dans la zone euro | 8 |
| 1.1.1 | Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire | 8 |
| 1.1.2 | Les marchés financiers | 10 |
| 1.1.3 | Les prix à la consommation | 12 |
| 1.1.4 | L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail | 13 |
| 1.1.5 | La balance des paiements de la zone euro | 14 |
| 1.1.6 | Les projections macroéconomiques pour la zone euro | 15 |
| 1.2 | La situation économique au Luxembourg | 18 |
| 1.2.1 | Les prix et les coûts | 18 |
| | Encadré 1: Forte hausse des prix de l'énergie en 2021 et en début d'année 2022 | 21 |
| 1.2.2 | Le marché du travail | 33 |
| 1.2.3 | Les activités sectorielles | 38 |
| 1.2.4 | Le secteur financier | 43 |
| 1.2.5 | La croissance économique | 59 |
| 1.2.6 | Les projections macroéconomiques de juin 2022 | 61 |
| 1.2.7 | Les relations économiques avec le reste du monde | 73 |
| 1.2.8 | Les finances publiques | 78 |



1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE

1.1 LA SITUATION ÉCONOMIQUE DANS LA ZONE EURO

1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme et les décisions de politique monétaire

Depuis le début de l'année, l'économie en Europe et dans le monde subit les conséquences de l'agression injustifiée de l'Ukraine par la Russie et la réintroduction des mesures sanitaires en Asie suite à une résurgence de la COVID-19. Au-delà des souffrances humaines causées par la guerre, l'incertitude qui l'accompagne pèse sur la confiance des consommateurs et des entreprises. La forte augmentation des prix de l'énergie et des matières premières accroît le coût de la vie pour les ménages et freine la production. Par ailleurs, les perturbations des échanges commerciaux entraînent de nouvelles pénuries de matériaux qui sont susceptibles d'intensifier les pressions inflationnistes au niveau mondial. Cela étant, la réouverture des secteurs qui étaient le plus touchés par la pandémie et le dynamisme du marché du travail continuent de soutenir les revenus et les dépenses.

Les prix à la consommation de la zone euro ont nettement accéléré, leur inflation annuelle passant de 5,0% en décembre 2021 à 8,1% en mai 2022. Suite à la levée de la plupart des restrictions sanitaires, au premier trimestre 2022 le PIB en volume de la zone euro a augmenté de 5,4% sur base annuelle après 4,7% au dernier trimestre 2021. Cependant, les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance se sont intensifiés et à moyen terme, les effets économiques dépendront surtout de la suite du conflit en Ukraine. Dans ce contexte, un risque majeur serait notamment une rupture plus marquée de l'approvisionnement énergétique de la zone euro.

Compte tenu de ces développements, le Conseil des gouverneurs de la BCE suit de très près les incertitudes actuelles.

En décembre 2021, le Conseil des gouverneurs de la BCE avait estimé que les progrès réalisés en matière de reprise économique et en direction de son objectif d'inflation à moyen terme permettaient une réduction progressive du rythme des achats nets d'actifs. Par conséquent, il avait décidé que les achats nets d'actifs dans le cadre du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP) termineraient en mars 2022.

Lors de sa réunion en mars 2022, le Conseil des gouverneurs avait ensuite ajusté à la baisse le rythme des achats nets au titre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP). Plus précisément, les achats nets mensuels sont passés d'environ 40 milliards d'euros en avril à 30 milliards en mai et 20 milliards en juin.

Sur la base de son évaluation actualisée lors de sa réunion du 9 juin 2022, le Conseil des gouverneurs a décidé d'adopter de nouvelles mesures de normalisation de sa politique monétaire. Tout au long de ce processus, le Conseil des gouverneurs n'écartera aucune option, s'appuiera sur les données et conservera progressivité et flexibilité dans la conduite de la politique monétaire.

Premièrement, le Conseil des gouverneurs a décidé de mettre un terme aux achats nets dans le cadre de son programme d'achats d'actifs (*asset purchase programme*, APP) à compter du 1^{er} juillet 2022. Le Conseil des gouverneurs entend poursuivre les réinvestissements, en totalité, des remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre de l'APP pendant une période prolongée après la date à laquelle il commencera à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE et, en tout cas, aussi longtemps que nécessaire pour maintenir les conditions d'une liquidité abondante et une orientation appropriée de la politique monétaire.

S'agissant du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (*pandemic emergency purchase programme*, PEPP), le Conseil des gouverneurs entend réinvestir les remboursements au titre du principal des titres arrivant à échéance acquis dans le cadre du programme au moins jusqu'à la fin de 2024. Dans tous les cas, le futur dénouement du portefeuille PEPP sera géré de façon à éviter toute interférence avec l'orientation adéquate de la politique monétaire.

En cas de nouvelle fragmentation des marchés due à la pandémie, les réinvestissements au titre du PEPP pourront à tout moment être ajustés de façon souple dans le temps, entre catégories d'actifs et entre les juridictions. Cela pourrait comprendre l'achat d'obligations émises par la République hellénique au-delà des montants provenant du renouvellement des remboursements afin d'éviter toute interruption des achats dans cette juridiction, qui pourrait nuire à la transmission de la politique monétaire dans l'économie grecque alors que celle-ci se remet encore des retombées de la pandémie. Les achats nets au titre du PEPP pourraient aussi reprendre, si nécessaire, pour contrer des chocs négatifs liés à la pandémie.

Le Conseil des gouverneurs a mené une évaluation détaillée des conditions qui, conformément à ses indications sur l'orientation future de la politique monétaire (*forward guidance*), doivent être remplies avant qu'il ne commence à relever les taux d'intérêt directeurs de la BCE. Au terme de cette évaluation, le Conseil des gouverneurs a conclu que ces conditions étaient réunies.

Par conséquent, et conformément au séquençage de sa politique, le Conseil des gouverneurs entend augmenter les taux d'intérêt directeurs de la BCE de 25 points de base lors de sa réunion de politique monétaire de juillet. À ce stade, le Conseil des gouverneurs de la BCE a décidé de laisser le taux d'intérêt des opérations principales de refinancement ainsi que ceux de la facilité de prêt marginal et de la facilité de dépôt inchangés, à respectivement 0,00%, 0,25% et -0,50%.

Le Conseil des gouverneurs prévoit un nouveau relèvement des taux d'intérêt directeurs de la BCE en septembre, dont le calibrage dépendra des perspectives actualisées d'inflation à moyen terme. Si ces perspectives d'inflation à moyen terme se maintiennent ou se détériorent, une hausse plus importante sera appropriée lors de la réunion de septembre.

Au-delà de septembre, sur la base de son évaluation actuelle, le Conseil des gouverneurs anticipe qu'une séquence progressive mais durable de hausses supplémentaires des taux d'intérêt sera appropriée. Conformément à l'engagement du Conseil des gouverneurs en faveur de son objectif de 2% à moyen terme, le rythme auquel il ajustera sa politique monétaire dépendra des données à venir et de son évaluation de la trajectoire d'inflation à moyen terme.

Enfin, le Conseil des gouverneurs continuera de surveiller les conditions de financement bancaire et de faire en sorte que l'arrivée à échéance des opérations effectuées dans le cadre de la troisième série d'opérations de refinancement à plus long terme ciblées (TLTRO III) n'entrave pas la transmission harmonieuse de sa politique monétaire. Le Conseil des gouverneurs évaluera en outre régulièrement la contribution des opérations de prêt ciblées à son orientation de politique monétaire. Comme annoncé précédemment, les conditions particulières applicables dans le cadre des opérations TLTRO III prendront fin le 23 juin 2022.

Le Conseil des gouverneurs se tient prêt à ajuster l'ensemble des instruments, de façon souple si besoin, pour assurer que l'inflation se stabilise au niveau de l'objectif de 2% à moyen terme. La pandémie a montré que, en période de tensions, la flexibilité quant aux modalités et à la conduite des achats d'actifs a contribué à remédier à l'altération de la transmission de la politique monétaire et a renforcé l'efficacité des efforts déployés par le Conseil des gouverneurs pour atteindre son objectif. Dans le cadre du mandat de la BCE, en période de tensions, la flexibilité demeurera un élément de la politique

monétaire chaque fois que des menaces sur sa transmission compromettront la réalisation de la stabilité des prix.

Concernant les taux d'intérêt du marché monétaire, l'€STR¹ a légèrement diminué pour se situer en moyenne à -0,58 % pendant la période sous revue. Le niveau de ce taux d'intérêt reflète la fixation du taux d'intérêt de la facilité de dépôt à -0,5 % depuis le 18 septembre 2019. Les taux EURIBOR avec des échéances à respectivement 3 mois, 6 mois et 12 mois ont augmenté par rapport à décembre 2021 pour se fixer respectivement à -0,28 %, 0,06 % et 0,61 % le 10 juin 2022. Cette évolution des taux EURIBOR est étroitement liée aux anticipations des investisseurs concernant le futur niveau des taux d'intérêt directeurs.

La création monétaire continue à ralentir avec la diminution des achats d'actifs de l'Eurosystème. En avril 2022, l'agrégat monétaire large M3 a progressé de 6,0 % au rythme annuel, par rapport à 6,3 % au mois précédent. Ce ralentissement de la croissance rapproche le taux annuel à sa moyenne à long terme. Pour l'agrégat monétaire étroit M1, la progression annuelle était de 8,2 % en avril 2022, en baisse de -0,6 p.p. par rapport à son niveau de mars.

Au cours des derniers mois, la croissance des crédits octroyés au secteur privé s'est accélérée. Le rythme de progression annuelle des prêts aux sociétés non financières (en données corrigées des cessions de prêts et de la titrisation) s'est établie à 5,2 % en avril 2022 après une hausse de 4,1 % en mars 2022. Le taux de croissance annuel des prêts aux ménages est resté inchangé par rapport au mois précédent pour se situer à 4,5 % en avril 2022.

1.1.2 Les marchés financiers

Les marchés obligataires

Dans la zone euro, les rendements des titres publics ont fortement augmenté depuis décembre 2021. Le 10 juin 2022, le rendement des titres à 1 an se situait à 0,20 % et celui des titres à 10 ans à 2,17 %, niveaux pas observés depuis 2014 (graphique 1). La réévaluation du risque par les investisseurs et les préoccupations à l'égard des tensions inflationnistes ont contribué à cette hausse. Les rendements des obligations souveraines reflètent également l'anticipation des investisseurs quant aux ajustements futurs des taux d'intérêt directeurs de la BCE. Le différentiel de rendement entre les obligations à 10 ans et les obligations à 1 an a augmenté pour s'établir à 1,38 p.p. en juin 2022.

Aux États-Unis, le rendement obligataire à 10 ans a également augmenté depuis décembre 2021 pour se fixer à 3,05 %. L'écart entre le taux obligataire à 10 ans aux États-Unis et celui dans la zone euro s'est réduit au cours de la période analysée pour s'établir à 0,89 p.p. le 10 juin 2022.

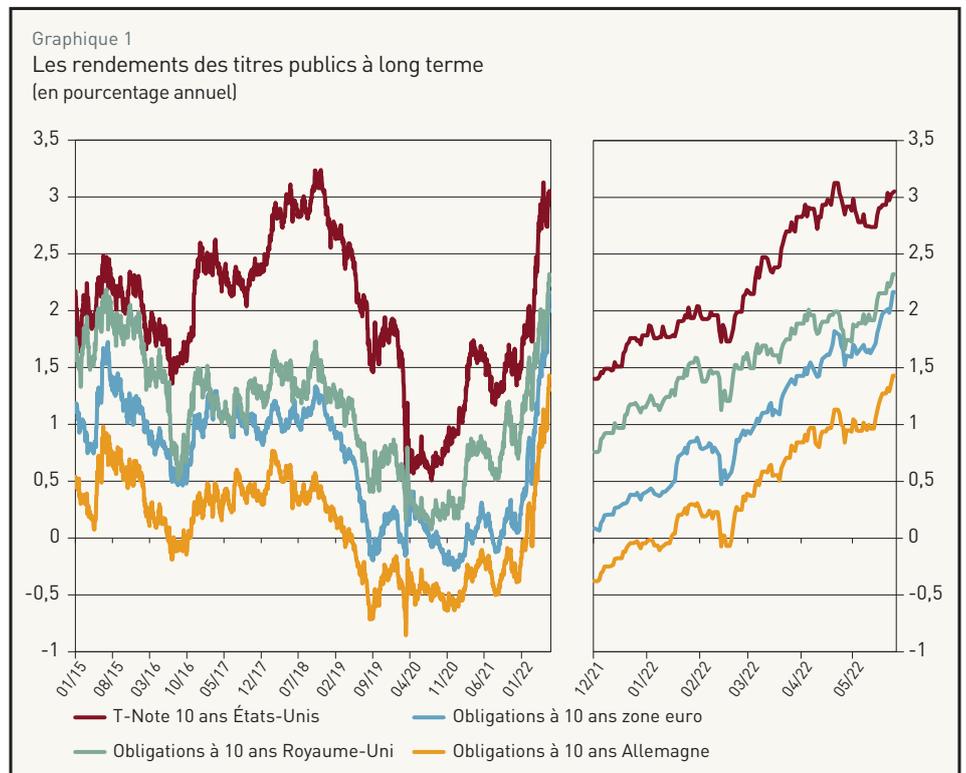
La hausse des rendements obligataires aux États-Unis s'explique par le durcissement de l'orientation de la politique monétaire par la Réserve fédérale (*Federal Reserve System*, Fed). Face aux tensions sur le marché du travail et à la forte inflation, la Fed a d'abord relevé son taux cible de 25 points de base en mars et puis de 50 points de base en mai 2022. La fourchette cible du taux des fonds fédéraux (*fed funds rates*) se situe désormais entre 0,75 % et 1 %. La Fed anticipait également que des hausses supplémentaires de la fourchette cible seraient appropriées au cours des mois prochains.

¹ L'€STR (*Euro short-term rate*) est le nouveau taux de référence à court terme en euros publié par la BCE depuis le 2 octobre 2019. Il est calculé par une moyenne pondérée à travers les banques de la zone euro des coûts des opérations d'emprunt au jour le jour libellées en euros. Depuis le 3 janvier 2022, l'ancien taux de référence EONIA (*Euro Overnight Index Average*) a été abandonné.

Lors de sa réunion en mai 2022, le Comité fédéral d'open market (*Federal Open Market Committee*, FOMC) a également décidé de réduire passivement la taille de bilan de la Fed à compter de juin 2022. En limitant le remplacement des titres détenus et qui arrivent à échéance, ce resserrement quantitatif (*quantitative tightening*, QT) se ferait initialement à raison de 47,5 milliards de dollars pendant trois mois, puis à hauteur de 95 milliards de dollars. Cette mesure vise, entre autres, à réduire la demande pour les titres publics, ce qui est susceptible d'augmenter leur taux de rendement, à travers une baisse de leur prix, et entraînant, in fine, un resserrement des conditions financières générales.

Les marchés d'actions

Entre le 17 décembre 2021 et le 10 juin 2022, l'indice boursier américain Standard & Poor's 500 a baissé de -13,0%. En parallèle, dans la zone euro, l'indice Euro Stoxx 50 a baissé de -10,5% alors qu'au Japon, l'indice boursier Nikkei 225 a baissé de -2,6% sur la même période. Cette baisse sur les marchés des actions s'explique notamment par des préoccupations relatives aux perspectives économiques et par la remontée des rendements des titres publics à long terme. Au cours des derniers mois, la baisse des indices européens était donc inférieure à celle de l'indice de référence américain, où les ventes de titres étaient d'abord concentrées sur les valeurs technologiques, qui avaient prospéré lors de la pandémie, avant que les prix des actions commençassent aussi à baisser dans la plupart des autres secteurs.

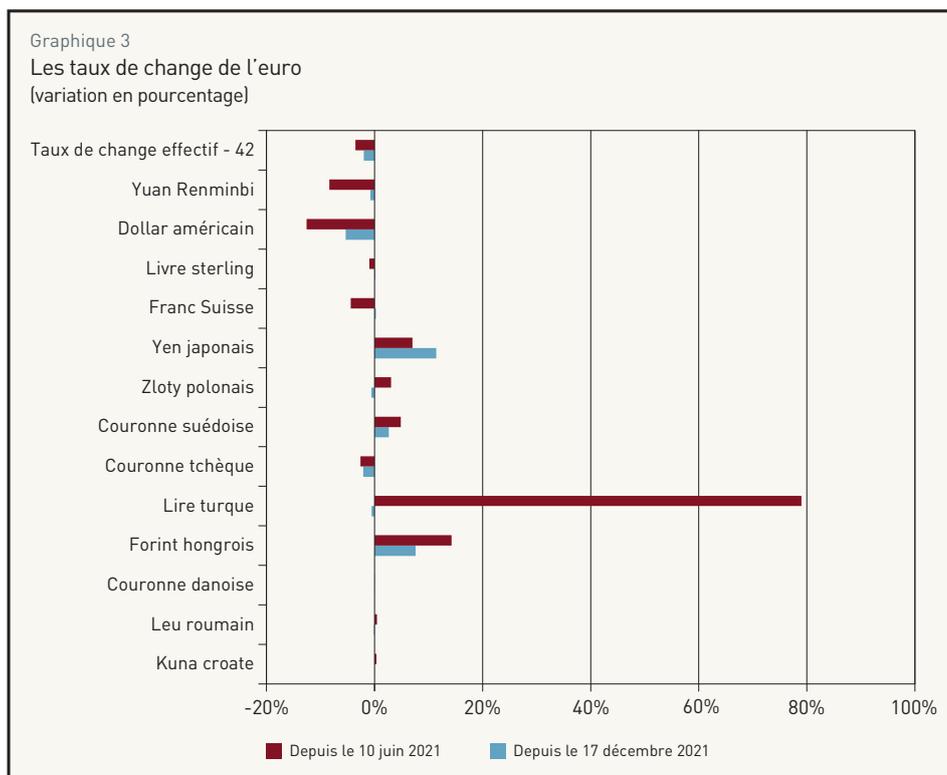


Sources : BCE, Bloomberg



Source : Bloomberg

Graphique 3
Les taux de change de l'euro
(variation en pourcentage)



Note : Une variation positive [négative] correspond à une appréciation [dépréciation] de l'euro. La BCE a suspendu la publication d'un taux de référence en euro pour le rouble russe après le 1er mars 2022. Pour plus d'informations, voir : https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/index.en.html
Sources : BCE, Bloomberg

Les marchés de changes

Au cours de la période allant du 17 décembre 2021 au 10 juin 2022, le taux de change effectif nominal de l'euro, mesuré par rapport aux devises des 42 principaux partenaires commerciaux de la zone euro, s'est déprécié de -2%. Sur cette même période, l'euro s'est déprécié de -5% par rapport au dollar américain et il est resté stable vis-à-vis de la livre sterling (voir le graphique 3). Concernant les autres principales devises mondiales, l'euro s'est apprécié de 11% du yen japonais. L'euro s'est en revanche déprécié de -1% vis-à-vis de la lire turque et du yuan renminbi.

Par rapport aux devises des autres États membres de l'UE², l'euro s'est apprécié vis-à-vis du forint hongrois (de 8%) et de la couronne suédoise et déprécié face à la couronne tchèque et au zloty polonais.

1.1.3 Les prix à la consommation

L'inflation dans la zone euro, mesurée par l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH), qui s'était établie à 2,6% en 2021, a fortement accéléré en 2022, atteignant 6,8% en moyenne lors des cinq premiers mois, des niveaux encore non observés depuis le début de l'union monétaire en 1999. Cette accélération se situe dans un contexte de forte hausse des prix de l'énergie et de guerre en Ukraine.

L'accélération de l'inflation a débuté durant la deuxième partie de l'année 2021 sous l'effet de la hausse des prix des matières premières, dont le pétrole et le gaz, et des goulots d'étranglement présents sur de nombreuses chaînes de production au niveau mondial. La guerre en Ukraine n'a fait qu'amplifier ce phénomène et désormais, l'ensemble des composantes de l'IPCH connaît une inflation soutenue.

Ainsi, l'inflation des produits alimentaires, qui était restée sous contrôle en 2021, a été en constante accélération pour atteindre plus de 7% en mai 2022. Les produits manufacturés hors énergie qui, historiquement, affichent une inflation relativement faible se situaient à un niveau d'inflation proche de 4% en mai. Ces hausses se sont répercutées sur le secteur des services dont les prix ont également fortement progressé, à 3,5% en mai 2022. En conséquence, non seulement l'inflation globale est élevée, mais également l'inflation hors produits alimentaires non transformés et énergie qui a dépassé

2 Après une évaluation dans son dernier rapport de convergence, et compte tenu des autres facteurs pertinents pour l'intégration économique et la convergence, la Commission européenne considère que la Croatie remplit les conditions exigées pour l'adoption de l'euro au 1^{er} janvier 2023. Dans son rapport sur les progrès accomplis par les pays de l'UE sur la voie de l'adoption de l'euro, la BCE donne également une évaluation positive de la situation de la Croatie en vue d'une éventuelle adoption de l'euro le 1^{er} janvier 2023.

Tableau 1 :

Évolution de l'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et de ses composantes dans la zone euro

(taux de variation annuels)

| | 2020 | 2021 | 2021-T1 | 2021-T2 | 2021-T3 | 2021-T4 | 2022-T1 | AVR. 2022 | MAI 2022 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|----------|
| IPCH global | 0,3 | 2,6 | 1,1 | 1,8 | 2,8 | 4,6 | 6,1 | 7,5 | 8,1 |
| Produits alimentaires non transformés | 4,0 | 1,6 | 1,7 | -0,2 | 2,5 | 2,7 | 6,4 | 9,2 | 9,1 |
| Produits alimentaires transformés | 1,8 | 1,5 | 1,2 | 0,8 | 1,7 | 2,4 | 3,6 | 5,5 | 7,0 |
| Produits manufacturés hors énergie | 0,2 | 1,5 | 0,9 | 0,8 | 1,8 | 2,4 | 2,9 | 3,8 | 4,2 |
| Énergie | -6,8 | 13,0 | -0,6 | 12,0 | 15,8 | 25,7 | 35,1 | 38,0 | 39,2 |
| Services | 1,0 | 1,5 | 1,3 | 0,9 | 1,2 | 2,4 | 2,5 | 3,3 | 3,5 |
| IPCH hors produits alimentaires non transformés et énergie | 0,9 | 1,5 | 1,2 | 0,9 | 1,4 | 2,4 | 2,8 | 3,9 | 4,4 |

Source : Eurostat

4% en mai 2022. Il s'agit également de taux d'inflation qui n'ont pas encore été observés depuis le début de l'union monétaire en 1999.

Le prix du pétrole, qui avait atteint moins de 20 dollars en avril 2020 et se situait aux alentours de 80 dollars fin 2021, a atteint plus de 110 dollars en mai 2022. Simultanément, l'euro faiblissait par rapport au dollar pour s'établir à 1,07 \$/€ en mai 2022 contre 1,13 \$/€ en début d'année. Dans ce contexte, les prix de l'énergie, qui s'étaient déjà affichés en forte hausse en 2021 (+13%), se sont accélérés davantage. En début d'année 2022, leur taux d'inflation annuel a atteint 36,5% en moyenne lors des cinq premiers mois, ce qui constitue également un nouveau taux record pour la zone euro.

1.1.4 L'évolution de la production, de la demande et du marché du travail

Au cours du premier trimestre 2022, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0,6% par rapport au trimestre précédent (après +0,2% au quatrième trimestre 2021 et +2,3% au troisième trimestre 2021). Cette accélération de la croissance s'explique essentiellement par un restockage massif et la relative bonne tenue de la demande externe par rapport aux importations. Au premier trimestre 2022, les variations de stocks ont contribué positivement à la croissance du PIB, à hauteur de 0,6 point de pourcentage. Au niveau du commerce extérieur, il est apparu que les exportations ont progressé de 0,4% (après +2,7% au trimestre précédent) tandis que les importations ont reculé de 0,6% (après +4,7% au trimestre précédent). Enfin, toutes les autres composantes de la demande ont évolué de manière insignifiante ou négative. Au cours du premier trimestre 2022, l'investissement a augmenté de 0,1% (après +3,1% au trimestre précédent), la consommation privée a reculé de 0,7% (après -0,3% au trimestre précédent) et la consommation publique a diminué de 0,3% (après +0,4% au trimestre précédent).

Les écarts de croissance sont apparus particulièrement élevés au quatrième trimestre 2022. C'est en Irlande que la croissance du PIB a été la plus vigoureuse ce trimestre-ci, en s'établissant à 10,8%. La France est le seul pays de la zone euro à avoir enregistré un recul du PIB au premier trimestre 2022 (-0,2%). La croissance est apparue en revanche plus dynamique au Luxembourg (+1,2%) et relativement plus contenue chez ses deux autres principaux partenaires économiques (+0,2% en Allemagne et +0,5% en Belgique).

L'emploi dans la zone euro a progressé de 0,6% au premier trimestre 2022 après avoir progressé de 0,4% au quatrième trimestre 2021. Par rapport au même trimestre de l'année précédente, l'emploi a augmenté de 2,9% (après +2,1% au quatrième trimestre 2021). Les performances nationales sont toutefois relativement hétérogènes. Plusieurs pays ont vu le rythme de leurs créations d'emplois ralentir

au premier trimestre 2022. Entre le quatrième trimestre 2021 et le premier trimestre de cette année, de légères décélérations – de l'ordre de 0,1 point de pourcentage – ont été observées en France et au Luxembourg. Durant cette même période, la croissance de l'emploi a reculé de 1,1 point de pourcentage en Irlande et de 0,3 point de pourcentage en Italie et en Grèce. En revanche, la croissance de l'emploi a progressé de 2,7 points en Estonie, de 2,4 points de pourcentage en Lettonie, de 1,7 point de pourcentage au Portugal et de 0,5 point de pourcentage aux Pays-Bas.

Selon Eurostat, 11,2 millions de personnes étaient au chômage dans la zone euro en avril 2022. Ce mois-ci, le taux de chômage dans la zone euro est resté stable, par rapport au mois précédent, à 6,8%. Ce dernier taux constitue pour la zone euro un minimum historique. Il s'inscrit par ailleurs en baisse de 1,4 p.p. par rapport au taux de 8,2% qui prévalait un an auparavant en avril 2021.

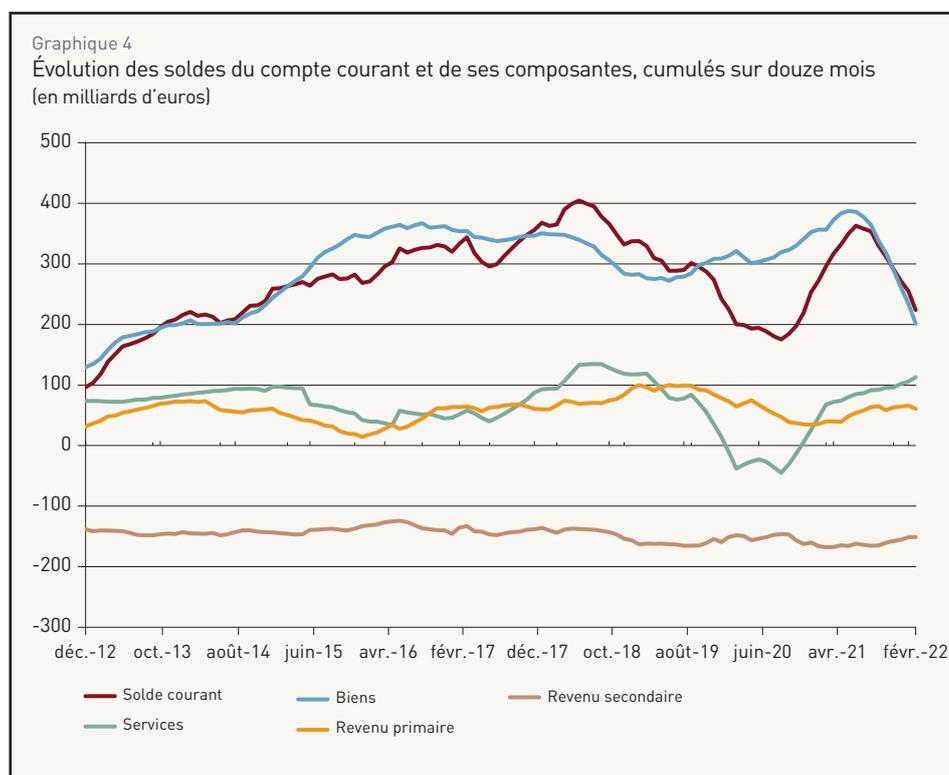
1.1.5 La balance des paiements de la zone euro

Sur la base des données mensuelles préliminaires, l'excédent courant de la zone euro s'est largement contracté en atteignant 12,6 milliards d'euros (0,4% du PIB) au premier trimestre 2022, contre 39 milliards d'euros (1,2% du PIB) au dernier trimestre 2021 et 80 milliards d'euros (2,8% du PIB) au premier trimestre 2021. Cette évolution négative provient d'une dégradation des échanges de biens dont le surplus s'est nettement résorbé en atteignant 4 milliards d'euros au premier trimestre 2022, contre 39 milliards d'euros au dernier trimestre 2021 et 93 milliards au premier trimestre 2021. Soutenues notamment par la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières, les importations des marchandises ont en effet progressé de 37% au premier trimestre 2022 par rapport au même trimestre en 2021, comparé à un taux de croissance de 16% pour les exportations.

Concernant les autres composantes de la balance courante, à la suite de l'assouplissement des mesures sanitaires liées à la pandémie de COVID-19, les échanges de services, notamment le tourisme et le transport, se sont fortement redressés. Les exportations des services ont ainsi progressé de 15% au premier trimestre 2022, contre 5% pour les importations.

En conséquence, l'excédent de services a presque doublé pour atteindre 33 milliards d'euros au premier trimestre 2022. Par ailleurs, la réduction du déficit du revenu secondaire (contributions aux institutions internationales, aides au développement, etc.) a été partiellement compensée par une baisse de l'excédent du revenu primaire (rémunérations des salariés et revenus d'investissements).

S'agissant du compte des transactions financières, au premier trimestre 2022, les non-résidents ont délaissé les actions et les titres de dette à long terme émis par la zone euro qui ont subi d'importantes ventes nettes, respectivement à



Source : BCE

concurrence de 56 milliards et 19 milliards d'euros. Les titres de dette à court terme émis par la zone euro ont en revanche fait l'objet d'importants achats nets, à hauteur de 84 milliards d'euros.

Les résidents de la zone euro ont de leur côté vendu les titres de dette étrangers à court terme, à concurrence de 58 milliards d'euros au premier trimestre 2022, pour acquérir des titres de dette à long terme, à hauteur de 54 milliards d'euros. Les transactions sur les titres de participation étrangers ont donné lieu à des ventes nettes d'un montant de 33 milliards d'euros au premier trimestre 2022. Dans l'ensemble, les flux d'investissements de portefeuille se sont donc soldés par des entrées nettes de capitaux, à concurrence de 33 milliards d'euros au premier trimestre 2022.

Concernant les autres composantes du compte financier, les investissements directs se sont soldés par des sorties nettes de 49 milliards d'euros au premier trimestre 2021. De leur côté, les flux d'autres investissements (prêts et dépôts classiques) se sont soldés par des entrées nettes de 8 milliards d'euros au premier trimestre 2022, résultant d'une hausse des engagements des institutions financières monétaires (y compris l'Eurosystème) et des administrations publiques, compensée partiellement par une hausse des créances des autres secteurs.

1.1.6 Les projections macroéconomiques pour la zone euro

Selon les projections macroéconomiques de juin 2022 de l'Eurosystème³, le PIB en volume dans la zone euro devrait croître de 2,8 % en 2022, 2,1 % en 2023 et 2,1 % en 2024. Par rapport aux projections macroéconomiques de mars 2022, établies par les services de la BCE, les perspectives d'activité économique ont été significativement révisées à la baisse pour 2022 et 2023, mais revues à la hausse pour 2024 (voir tableau 2). La révision à la baisse des perspectives pour 2022 reflète en grande partie l'impact négatif de la guerre en Ukraine sur les prix de l'énergie et des denrées alimentaires, la confiance et le commerce. La révision à la baisse de la croissance du PIB en 2023 découle du report négatif de l'année 2022, tandis que la révision à la hausse pour 2024 reflète un rebond de l'activité à mesure que les vents contraires s'estompent.

La consommation privée devrait se redresser en 2022 avec la levée des restrictions liées à la pandémie et ce, malgré des vents contraires importants dus à la hausse de l'inflation et à l'incertitude accrue en raison de la guerre en Ukraine. Après avoir baissé pendant deux trimestres consécutifs, la consommation privée devrait ainsi se redresser à partir du deuxième trimestre de 2022, car l'assouplissement des restrictions liées au COVID-19 a déclenché une résurgence de la demande de services à forte intensité de contacts. Cela devrait plus que compenser l'adversité liée à la montée de l'incertitude, aux évolutions négatives de la confiance et à la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires liée à l'agression militaire de la Russie contre l'Ukraine. Dans le même temps, la croissance de la consommation devrait être soutenue dans une certaine mesure par des mesures fiscales compensatoires liées à la hausse des prix de l'énergie ainsi que par le déblocage partiel de l'épargne excédentaire accumulée. Pour 2022 et 2023, la consommation privée a été revue sensiblement à la baisse par rapport aux projections de mars 2022, en raison d'une épargne de précaution plus forte, d'une inflation plus élevée et d'une intensification des contraintes d'approvisionnement pour certains biens de consommation.

L'investissement des entreprises devrait être freiné à court terme par la guerre en Ukraine, mais devrait se redresser une fois que les tensions géopolitiques auront diminué, que les goulets d'étranglement de l'offre se seront atténués et que les fonds du programme « Next Generation EU » (NGEU)⁴ auront été

3 Voir sous https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202206_eurosystemstaff-2299e41f1e.en.html

4 « Next Generation EU » est un instrument temporaire de relance de 750 milliards d'euros destiné à aider à réparer les dommages économiques et sociaux immédiats causés par la pandémie de COVID-19. Il vise, sur la période 2021-2027, à rendre l'Europe de l'après-COVID-19 plus verte, plus numérique, plus résiliente et mieux adaptée aux défis actuels et à venir.

versés. L'incertitude accrue, la hausse des prix de l'énergie, le resserrement des conditions de financement, l'intensification des goulets d'étranglement au niveau de l'offre et la baisse de la confiance des entreprises, sont autant d'éléments qui laissent présager une baisse de la croissance des investissements des entreprises en 2022. À mesure que les perturbations de l'offre s'atténueront, et en supposant que l'incertitude diminuera progressivement, l'investissement devrait retrouver une trajectoire de croissance plus dynamique à partir de 2023. À moyen terme et en termes réels, les taux des crédits aux sociétés non financières, bien qu'en hausse, devraient rester relativement favorables par rapport à leur niveau moyen historique. En outre, l'impact positif du programme NGEU, la croissance prévue des bénéficiaires en 2022 et au-delà, et l'augmentation des dépenses - liées à la décarbonisation de l'économie européenne et à la réduction de sa dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie - sont autant d'éléments qui stimuleront l'investissement des entreprises. La croissance de l'investissement en logement devrait pour sa part ralentir à court terme avant de se redresser progressivement.

Après les signes de reprise de la demande extérieure de la zone euro à la fin de 2021, la guerre en Ukraine et les goulets d'étranglement de l'offre en Chine assombrissent les perspectives à court terme des exportations de la zone euro. Certains gains de compétitivité-prix - dus à la dépréciation de l'euro et à la vigueur relative des prix à l'exportation de nos principaux partenaires commerciaux, ainsi que la reprise attendue du commerce des services - ne compensent en outre que partiellement les vents contraires liés à la guerre. Dans l'ensemble, la croissance annuelle des volumes d'exportations de la zone euro a été revue sensiblement à la baisse pour 2022 et 2023. Du côté des importations, l'activité anémique de la zone euro attendue à court terme a également entraîné une baisse des taux de croissance prévus pour les importations. Les exportations nettes ne devraient contribuer que modérément à la croissance du PIB en 2022. En supposant que les effets du conflit, de même que les contraintes d'approvisionnement et les restrictions liées à la pandémie en Asie commencent à se résorber au

Tableau 2:

Projections macroéconomiques pour la zone euro

(taux de variation annuels en pourcentages, sauf mention contraire)

| | JUN 2022 | | | | | MARS 2022 | | | |
|---|----------|------|------|------|------|-----------|------|------|------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| PIB réel | -6,5 | 5,4 | 2,8 | 2,1 | 2,1 | 5,4 | 3,7 | 2,8 | 1,6 |
| Consommation privée | -8,0 | 3,5 | 3,1 | 2,0 | 1,5 | 3,4 | 4,6 | 2,6 | 0,9 |
| Consommation publique | 1,0 | 3,9 | 0,6 | -0,5 | 1,1 | 3,8 | 0,1 | 0,3 | 1,1 |
| Investissement | -7,3 | 4,1 | 2,8 | 3,1 | 3,4 | 3,5 | 3,0 | 3,8 | 2,5 |
| Exportations | -9,4 | 11,3 | 3,9 | 4,2 | 3,7 | 10,6 | 7,8 | 6,3 | 3,1 |
| Importations | -9,3 | 8,8 | 4,1 | 3,5 | 3,4 | 7,8 | 7,0 | 5,8 | 2,8 |
| Emploi | -1,5 | 1,1 | 1,9 | 0,5 | 0,4 | 1,1 | 1,4 | 0,7 | 0,6 |
| Taux de chômage ⁵ | 8,0 | 7,7 | 6,8 | 6,8 | 6,7 | 7,7 | 7,3 | 7,2 | 7,0 |
| IPCH | 0,3 | 2,6 | 6,8 | 3,5 | 2,1 | 2,6 | 5,1 | 2,1 | 1,9 |
| IPCH hors alimentation et énergie | 0,7 | 1,5 | 3,3 | 2,8 | 2,3 | 1,5 | 2,6 | 1,8 | 1,9 |
| Solde budgétaire des administrations publiques ⁶ | -7,1 | -5,1 | -3,8 | -2,6 | -2,4 | -5,5 | -3,1 | -2,1 | -2,0 |
| Dette brute des administrations publiques ⁷ | 97,2 | 95,6 | 93,0 | 90,6 | 89,6 | 95,8 | 92,0 | 89,6 | 88,7 |

Sources: BCE

5 Pourcentages de la population active.

6 Pourcentages du PIB.

7 Pourcentages du PIB..

second semestre de 2022, les échanges de la zone euro devraient alors commencer à converger vers leur trajectoire de croissance à long terme.

Le marché du travail devrait faire preuve de résilience face aux conséquences de la guerre. L'emploi devrait croître de 1,9 % en 2022, l'assouplissement des restrictions liées au COVID-19 entraînant un regain d'activité dans les services à forte intensité de contacts, malgré une demande de travail plus faible dans l'industrie manufacturière en raison des effets économiques négatifs de la guerre en Ukraine. La croissance de l'emploi devrait s'établir à 0,5 % en 2023 et à 0,4 % en 2024. Le taux de chômage, plus faible que prévu au premier trimestre de 2022, devrait se stabiliser à 6,8 % en 2022-23 avant de baisser à 6,7 % en 2024.

Concernant les finances publiques, le solde budgétaire de la zone euro devrait s'améliorer progressivement d'ici à 2024, mais dans une proportion nettement inférieure à celle prévue dans les projections de mars 2022. À la fin de l'horizon de projection, le solde budgétaire devrait s'établir à -2,4 % du PIB et rester ainsi bien en dessous du niveau d'avant la crise (-0,7 %). Après la forte augmentation enregistrée en 2020, la dette publique globale de la zone euro devrait diminuer sur l'ensemble de l'horizon de projection, pour atteindre près de 90 % du PIB en 2024, ce qui reste supérieur à son niveau d'avant la pandémie (84 %). Cette baisse est principalement due aux écarts favorables entre les taux d'intérêt et taux de croissance du PIB nominal, qui font plus que compenser les déficits primaires persistants, bien qu'en baisse. Par rapport aux projections de mars 2022, la trajectoire du solde budgétaire a été revue sensiblement à la baisse. Cela reflète une détérioration de la composante cyclique ainsi que les mesures de relance supplémentaires intégrées dans le scénario de base et la hausse des paiements d'intérêts, en particulier dans les pays très endettés. Ces facteurs ont également entraîné une révision à la hausse de la trajectoire du ratio d'endettement de la zone euro sur l'ensemble de l'horizon de projection.

Par rapport aux projections de mars 2022, de nouvelles mesures substantielles de relance budgétaire ont été intégrées dans le scénario de référence. Ces dernières reflètent principalement les réactions des gouvernements à la flambée des prix de l'énergie depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie et d'autres dépenses liées à la guerre, qui sont globalement évaluées à près de 1 % du PIB de la zone euro en 2022⁸. Environ un tiers de ces mesures de relance budgétaire - en particulier les dépenses liées à l'augmentation des capacités de défense et à l'aide aux réfugiés - devraient continuer à avoir un impact budgétaire en 2023 et 2024. Ces mesures supplémentaires en 2022 et leur inversion partielle en 2023 expliquent en grande partie les révisions de l'orientation budgétaire par rapport aux projections de mars 2022.

En ce qui concerne les prix, l'inflation en rythme annuel dans la zone euro a de nouveau augmenté de manière significative en mai, principalement en raison de la flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires du fait de la guerre. Les pressions inflationnistes se sont ainsi élargies et intensifiées, les prix de nombreux biens et services ayant fortement augmenté. Les services de l'Eurosystème ont sensiblement révisé à la hausse leurs projections de référence en matière d'inflation. Ces projections indiquent que l'inflation restera à un niveau élevé indésirable pendant un certain temps. Ensuite, la modération des coûts de l'énergie, l'atténuation des perturbations de l'offre liées à la pandémie et la normalisation de la politique monétaire devraient entraîner une baisse de l'inflation.

Les projections macroéconomiques de juin 2022 de l'Eurosystème prévoient une inflation annuelle de 6,8 % en 2022, avant de diminuer à 3,5 % en 2023 et à 2,1 % en 2024. Ces projections, plus élevées que celles des services de la BCE datant de mars 2022, indiquent que l'inflation globale à la fin de l'horizon

⁸ Ces nouvelles mesures devraient avoir un impact de 0,4 point de pourcentage sur la croissance et de -0,4 point de pourcentage sur l'inflation en 2022. En 2023, en raison du calendrier et de la composition des mesures, l'impact sur la croissance devrait s'estomper, tandis que l'impact sur l'inflation devrait s'inverser.



de projection devrait être légèrement supérieure à l'objectif de la BCE. L'inflation mesurée au moyen l'IPCH à l'exclusion des biens alimentaires et de l'énergie devrait quant à elle s'établir en moyenne à 3,3% en 2022, 2,8% en 2023 et 2,3% en 2024, ce qui est également supérieur aux projections de mars.

Compte tenu de la forte incertitude entourant les perspectives économiques, les projections de juin 2022 de l'Eurosystème sont complétées par un scénario alternatif baissier. Par rapport au scénario de référence, le scénario alternatif envisage la possibilité d'une grave perturbation des approvisionnements énergétiques européens qui entraînerait de nouvelles flambées des prix de l'énergie et des réductions de production.

Dans ce scénario, l'inflation s'établit en moyenne à 8,0% en 2022 et à 6,4% en 2023, avant de tomber en dessous de la projection de base, à 1,9%, en 2024. Ce profil reflète une forte hausse des prix des produits de base jusqu'à la fin de 2022 et une baisse significative par la suite. Dans ce scénario, le PIB réel ne croît que de 1,3% en 2022, se contracte de 1,7% en 2023 et rebondit de 3% en 2024. En dépit de la vigueur de la reprise affichée en 2024 dans ce scénario alternatif, le PIB réel reste nettement inférieur au niveau de référence tout au long de l'horizon de projection.

Lors de sa réunion du 9 juin 2022, le Conseil des gouverneurs a évalué que les risques liés à la pandémie ont diminué, tandis que la guerre continue de représenter un risque important pour la croissance. En particulier, un risque majeur serait lié à une nouvelle perturbation de l'approvisionnement énergétique de la zone euro, comme le reflète par ailleurs le scénario baissier inclus dans les projections de l'Eurosystème. En outre, si la guerre devait s'intensifier, le climat économique pourrait se dégrader, les contraintes du côté de l'offre pourraient augmenter et les coûts de l'énergie et des denrées alimentaires pourraient rester durablement plus élevés que prévu.

Les risques entourant l'inflation sont principalement orientés à la hausse. Les risques qui pèsent sur les perspectives d'inflation à moyen terme comprennent une détérioration durable de la capacité de production de la zone euro, la persistance de prix élevés pour l'énergie et les denrées alimentaires, des prévisions d'inflation supérieures à l'objectif de la BCE et des hausses de salaires plus importantes que prévu. Toutefois, si la demande devait s'affaiblir à moyen terme, les pressions sur les prix se réduirait.

1.2 LA SITUATION ÉCONOMIQUE AU LUXEMBOURG

1.2.1 Les prix et les coûts

1.2.1.1 Les prix à la consommation

L'inflation au Luxembourg, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN), qui avait atteint 2,5% en 2021, a fortement accéléré début 2022 et s'est établie à 6,0% en moyenne sur les cinq premiers mois. Un tel niveau de l'inflation n'avait pas encore été observé depuis le début de l'union monétaire. L'inflation a une assise très large puisque toutes les composantes de l'indice des prix se caractérisent par un niveau historiquement très élevé ainsi que par une accélération de leur taux d'inflation en 2022 par rapport à 2021.

En ce qui concerne les prix de l'énergie, leur taux d'inflation s'est élevé à 38,5% lors des cinq premiers mois de 2022. Il s'agit de la deuxième année consécutive au cours de laquelle ces prix progressent fortement, puisqu'en 2021, leur taux d'inflation s'était déjà établi à un niveau proche de 19%. Dès le deuxième trimestre 2021, la progression du prix du pétrole avait engendré une forte inflation de la composante énergie et une accélération de l'inflation globale. L'inflation de la composante énergie s'est renforcé avec l'augmentation du prix du gaz au dernier trimestre 2021 et au premier trimestre 2022. Au cours des cinq premiers mois de 2022, le prix final du gaz payé par le consommateur s'est affiché en hausse

Tableau 3:

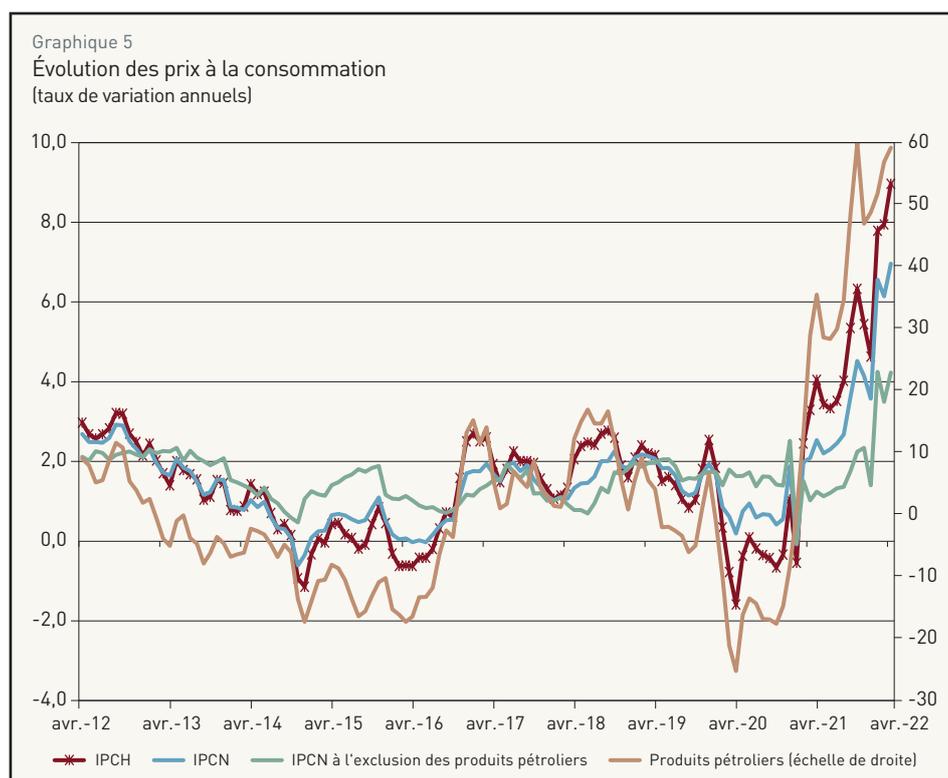
Évolution de l'indice des prix à la consommation national (IPCN), de ses composantes et de l'IPCH au Luxembourg
(taux de variation annuels)

| | 2020 | 2021 | 2021-T1 | 2021-T2 | 2021-T3 | 2021-T4 | 2022-T1 | AVR. 2022 | MAI 2022 |
|--|------|------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|----------|
| IPCN global | 0,8 | 2,5 | 1,3 | 2,3 | 2,5 | 4,1 | 5,4 | 7,0 | 6,8 |
| Produits alimentaires non transformés | 3,6 | 1,2 | 0,8 | -0,4 | 1,9 | 2,4 | 3,9 | 5,7 | 4,5 |
| Produits alimentaires transformés hors tabac | 2,4 | 0,9 | 1,3 | 0,3 | 0,7 | 1,4 | 2,8 | 4,6 | 5,1 |
| Tabac | 1,0 | 1,4 | 1,2 | 1,4 | 1,4 | 1,6 | 1,8 | 3,6 | 3,9 |
| Produits manufacturés hors énergie | 1,2 | 1,6 | 1,4 | 1,4 | 1,6 | 2,1 | 3,1 | 3,9 | 4,5 |
| Énergie | -7,9 | 18,9 | 0,5 | 20,8 | 21,1 | 35,4 | 37,6 | 43,0 | 36,5 |
| Services | 1,3 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 2,4 | 3,2 | 4,4 | 4,6 |
| IPCN hors énergie | 1,5 | 1,5 | 1,4 | 1,1 | 1,3 | 2,2 | 3,1 | 4,3 | 4,6 |
| IPCH | 0,0 | 3,5 | 1,0 | 3,6 | 3,6 | 5,7 | 6,8 | 9,0 | 9,1 |
| IPCH hors énergie | 1,4 | 1,5 | 1,2 | 1,2 | 1,3 | 2,1 | 3,1 | 4,3 | 4,7 |

Sources: STATEC, calculs BCL.

de 86% en moyenne et compte désormais pour plus de la moitié de l'inflation des prix de l'énergie.

Pour ralentir la hausse des prix de l'énergie, le gouvernement a pris plusieurs mesures temporaires entre avril et mai 2022. Il a abaissé les taux d'accise sur les carburants en avril (en vigueur jusqu'à la fin juillet) et sur le mazout de chauffage en mai (en vigueur jusqu'à la fin de l'année)⁹. Il a également décidé de la prise en charge par les administrations publiques des frais de réseau du gaz à partir de mai¹⁰. Dans leur ensemble, ces mesures ont ralenti la hausse de l'inflation de l'énergie, de l'ordre de 7 p.p. en mai. Pour plus de détails sur les prix de l'énergie, voir l'encadré 1 ci-après.



9 Le prix final de ces biens, qui intègre aussi l'incidence de la TVA, sera abaissé de 7,5 cents/litre.

10 Le 28 février, le gouvernement avait présenté un premier paquet de mesures dans le cadre de la hausse des prix de l'énergie et, entre autres, il avait prévu une mesure pour stabiliser les prix de l'électricité. Néanmoins, une telle mesure n'a pas encore été mise en œuvre.

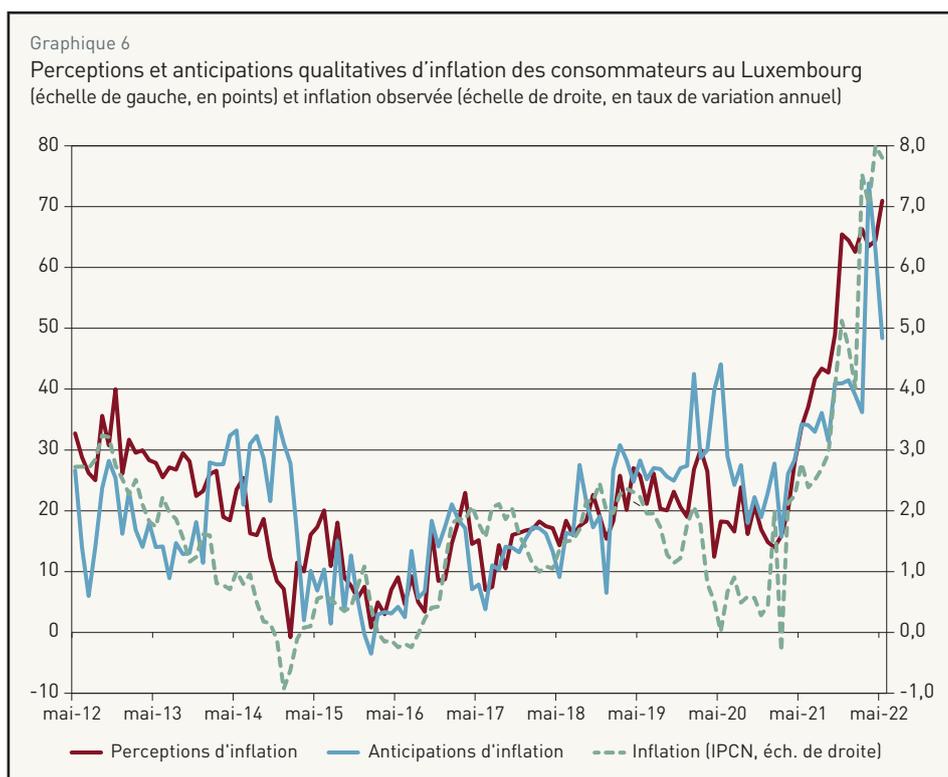
Les prix à la consommation à l'exclusion des prix de l'énergie, qui avaient peu progressé en 2021, sont désormais également en forte hausse. Ainsi, le taux d'inflation de l'IPCN hors énergie s'est établi à 4,6% en mai 2022, contre 1,5% en 2021. La guerre en Ukraine a renforcé les tensions qui étaient apparues sur les chaînes de production durant la crise de la COVID-19, impliquant une forte accélération de l'inflation des produits manufacturés hors énergie. L'impact le plus notable de la guerre en Ukraine sur l'inflation hors énergie concerne toutefois l'inflation des produits alimentaires qui a atteint 4,6% en avril pour les produits alimentaires transformés hors tabac et 5,7% pour les produits alimentaires non transformés. Le niveau élevé de l'inflation globale a entraîné le déclenchement de deux indexations automatiques des salaires à six mois d'intervalle (octobre 2021 et avril 2022). Cette hausse des salaires s'est répercutée sur l'inflation des services dont le niveau a dépassé les 4% en avril.

Le différentiel d'inflation, calculé sur la base de l'IPCN, avec la zone euro, qui avait atteint -0,1 p.p. en moyenne en 2021, a reculé à -0,7 p.p. au premier trimestre de 2022. Le différentiel d'inflation, calculé avec l'IPCH comme mesure de l'inflation globale au Luxembourg, a en revanche été positif au premier trimestre, s'établissant à 0,9 p.p. en moyenne. Cette évolution différente des deux mesures s'explique par la part plus importante de l'énergie dans l'IPCH et la forte inflation de cette composante. Le différentiel d'inflation avec les pays limitrophes, calculé sur la base de l'IPCN, qui était de -0,3 p.p. en 2021,

s'est établi au même niveau que le différentiel avec la zone euro lors du premier trimestre 2022.

En termes cumulés, sur la période allant de l'introduction de l'euro en 1999 au premier trimestre 2022, le différentiel d'inflation du Luxembourg sur la base de l'IPCN a atteint respectivement +11,4 p.p. par rapport aux pays limitrophes et +9,5 p.p. par rapport à la zone euro.

Selon l'enquête de conjoncture auprès des consommateurs réalisée par la BCL¹¹, tant les perceptions d'inflation que les anticipations d'inflation affichent une forte hausse depuis le début de l'année 2021, une évolution similaire à celle de l'IPCN. En mai 2022, les anticipations d'inflation ont toutefois nettement reculé.



Sources : BCL et STATEC

11 L'enquête de conjoncture auprès des consommateurs, effectuée au Luxembourg par la BCL, s'inscrit dans le cadre du programme harmonisé des enquêtes de conjoncture dans l'Union européenne.

Encadré 1 :

FORTE HAUSSE DES PRIX DE L'ÉNERGIE EN 2021 ET EN DÉBUT D'ANNÉE 2022

INTRODUCTION

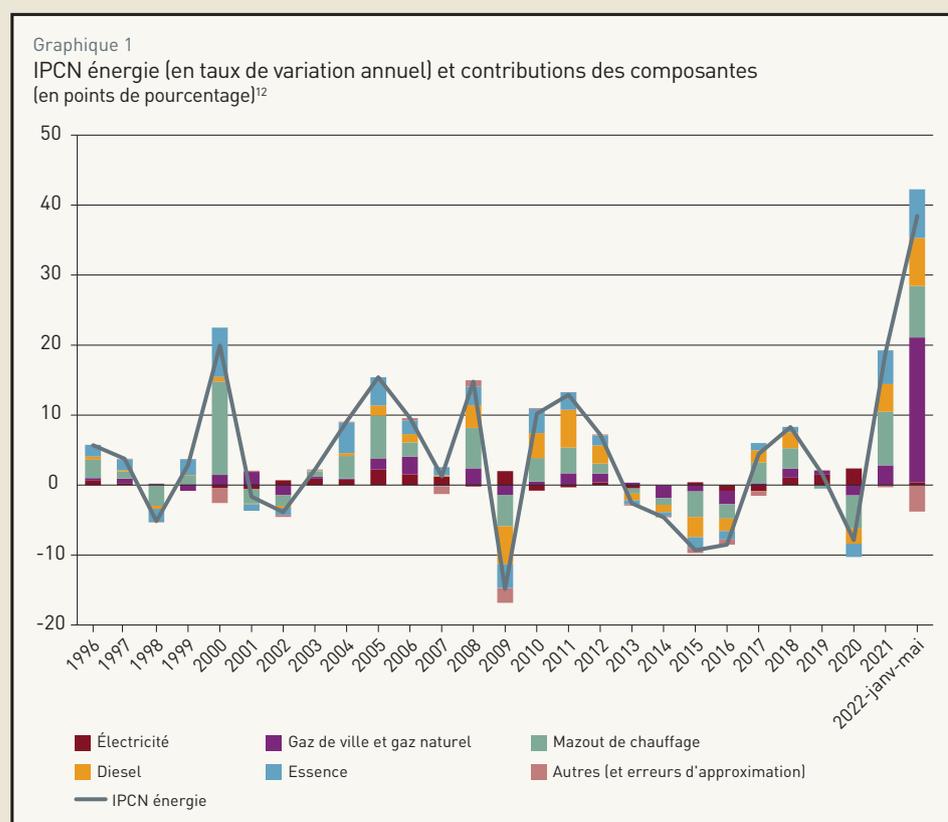
L'inflation globale a fortement accéléré en 2021 et lors des cinq premiers mois de 2022 pour atteindre des niveaux qui n'ont plus été observés depuis les années 80. En 2021, cette hausse était quasiment exclusivement due à la hausse des prix de l'énergie (pour les détails, voir sous 1.2.1.1). En 2022, elle a une assise plus large, mais les prix de l'énergie comptent encore pour la part la plus importante de l'inflation globale.

En moyenne, le taux d'inflation annuel de l'IPCN énergie (IPCH énergie) a été de 19 % (22 %) en 2021 et de 38 % (40 %) lors des 5 premiers mois de 2022. L'IPCN (IPCH) énergie a contribué à concurrence de 3,1 p.p. (5,1 p.p.) à l'inflation globale de l'IPCN (IPCH) lors des cinq premiers mois de 2022.

Sur les cinq premiers mois de 2022, l'accroissement des prix de l'énergie au Luxembourg a été moins élevé qu'en Belgique (65%), mais plus élevé que dans la zone euro (36%), en Allemagne (30%) et en France (26%).

Les prix de tous les produits énergétiques se sont affichés en hausse en 2021 et 2022 alors qu'ils avaient encore tous baissé, à l'exception des prix de l'électricité, en 2020. L'inflation en 2021 (2022) a été particulièrement élevée pour le mazout de chauffage (50% en 2021, 79% en 2022), le diesel et l'essence (respectivement 25% et 23% en 2021 et 45% et 33% en 2022).

L'année 2022 est exceptionnelle du fait que, en sus du prix du pétrole, le prix du gaz a fortement progressé (voir les tableaux 3 et 4). Compte tenu des pondérations dans l'IPCN, la hausse du prix du gaz a contribué le plus à la hausse des prix de l'énergie en 2022, suivi du mazout de chauffage et de l'essence (voir le graphique 1 et le tableau 3). Historiquement, le prix du gaz n'a contribué que marginalement à la hausse de l'inflation et c'étaient plutôt les variations de prix du mazout de chauffage, de l'essence et du diesel qui contribuaient le plus aux variations des prix de l'énergie.



Sources : STATEC, calculs BCL

12 Pour 2022, il s'agit des 5 premiers mois de l'année.
La composante « Autres » regroupe le gaz liquéfié, les combustibles solides et l'énergie thermique.

La variation de l'IPCN (IPCH) énergie s'explique largement par trois facteurs. Il s'agit d'abord de l'évolution des prix de base de l'énergie, qui est déterminée à l'extérieur du Luxembourg puisque le Luxembourg importe la plus grande partie de son énergie. Ensuite, il y a la transmission des variations des prix de l'énergie de base aux prix à la consommation au Luxembourg, qui est principalement fonction de la structure des prix à la consommation au Luxembourg et dont la fiscalité indirecte est un élément important. Enfin, le taux d'inflation moyen de l'IPC énergie, qui est une agrégation du taux d'inflation des différentes composantes, dépend de la composition du panier de consommation moyen des ménages et des pondérations attachées aux différents biens énergétiques¹³.

L'objectif de cet encadré est de présenter davantage ces trois facteurs et leurs rôles respectifs dans l'inflation de l'énergie en 2021 et 2022.

DES PRIX INTERNATIONAUX AUX PRIX DE BASE DE L'ÉNERGIE AU LUXEMBOURG

Dans la structure du prix de l'énergie payé par le consommateur, le prix de base de l'énergie représente généralement la part la plus importante (voir les graphiques 3 et 4 ci-après). Étant donné que les autres composantes du prix payé par le consommateur ne sont pas souvent adaptées, les variations du prix de l'énergie de base sont généralement la cause principale des variations des prix à la consommation.

L'énergie de base est généralement importée et son prix est déterminé par les prix sur les marchés internationaux, donc à l'extérieur de l'économie luxembourgeoise. La variation des prix des matières premières énergétiques sur les marchés internationaux se transmet aux prix de base de l'énergie de manières différentes selon le bien considéré.

En ce qui concerne les carburants (essence, diesel) et le mazout de chauffage, la transmission des variations du prix du pétrole raffiné au prix de base de l'énergie est en général instantanée et intégrale (élasticité unitaire), ce qui résulte du mécanisme de fixation de ces prix au Luxembourg. En pratique, les prix maxima à la pompe¹⁴ sont ajustés en fonction de formules prédéterminées qui tiennent compte de l'évolution quotidienne du prix du pétrole raffiné¹⁵. Toute variation du prix à la consommation (hormis les situations exceptionnelles d'un ajustement de la taxation indirecte ou des marges de distribution) s'explique donc par la variation du prix du produit raffiné qui est, quant à lui, déterminé sur les marchés internationaux. En ce qui concerne le prix du pétrole raffiné, il n'y a pas de raison qu'il y ait de différences majeures et persistantes entre le prix observé au Luxembourg et dans les pays voisins.

Le prix du pétrole brut a progressé de 41 \$/bl en 2020 à 71 \$/bl en 2021 (+70% par rapport à 2020) et à 105 \$/bl en moyenne lors des cinq premiers mois de 2022 (+48% par rapport à 2021). Cette hausse du prix est le facteur principal de la hausse du prix de l'essence, du diesel et du mazout de chauffage.

Pour le gaz et l'électricité, la transmission est plus complexe et dépend de la politique d'achat des fournisseurs d'énergie et des contrats offerts aux ménages. Les fournisseurs s'approvisionnent généralement sur la base de contrats à

13 Outre ces trois facteurs structurels, le taux d'inflation de l'IPC énergie peut aussi être influencé par des facteurs temporaires, comme l'ajustement de la taxation indirecte ou d'autres mesures discrétionnaires.

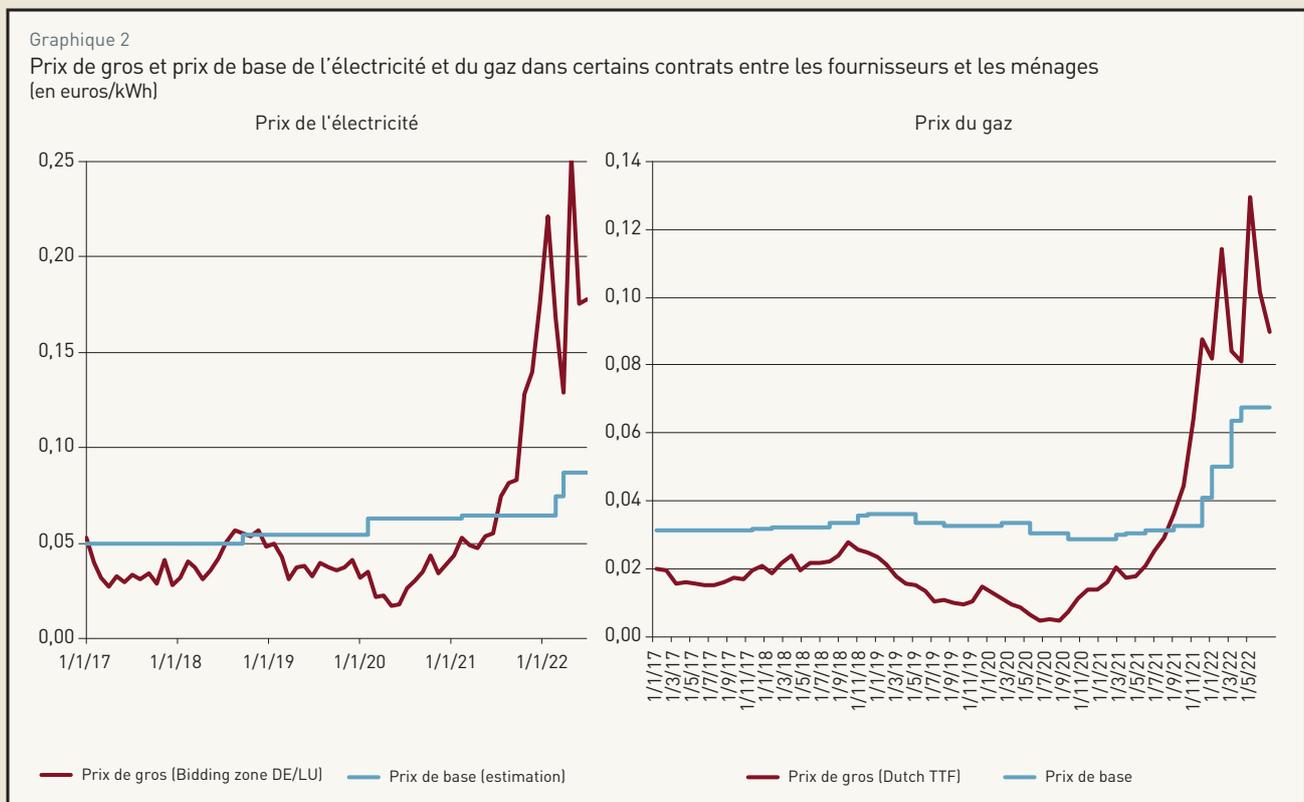
14 Au Luxembourg, les prix des carburants et du mazout de chauffage sont régis par des mécanismes d'ajustements / des formules prédéterminées. L'État fixe des prix maxima (à travers les contrats de programme qui sont conclus entre le ministre de l'Énergie et les entreprises du secteur des produits pétroliers) en imposant un niveau maximal pour la marge brute de distribution qui couvre tous les frais de distribution des produits à partir des raffineries jusqu'au consommateur final. Ces marges (et les impôts) ne changent pas souvent. Le prix final est ajusté (quotidiennement) dès que le prix théorique franchit des seuils prédéterminés.
Voir aussi: Ministère de l'Économie (2016) Les prix administrés, Rapport de l'Observatoire de la formation des prix, pp.9-10.

15 D'habitude, l'évolution du prix du pétrole brut (en euros) est présentée pour expliquer les variations de prix des carburants. En pratique, cela constitue une bonne approximation. Néanmoins, techniquement, pour le prix de l'énergie de base, il s'agit du prix du pétrole raffiné (le produit fini), donc une transformation du pétrole brut. La différence entre le prix du pétrole brut et le prix du pétrole raffiné est la marge de raffinage de la raffinerie du pétrole.
En période normale, les marges de raffinage fluctuent autour de leur moyenne et n'attirent pas une attention particulière. Depuis la guerre en Ukraine cependant, ces marges de raffinage ont fortement augmenté en raison d'une pénurie de certains produits nécessaires à la production des carburants. Dans la formation du prix payé par le consommateur, la variation des marges de raffinage a le même effet qu'une variation du prix du pétrole brut.

terme qui fixent le prix pour une période plus ou moins longue. Les fournisseurs d'énergie au Luxembourg ne sont donc impactés par la variation des prix de gros / prix internationaux qu'après un certain laps de temps.

Le graphique 2 montre, pour le gaz et l'électricité, l'évolution au cours du temps du prix de gros fixé sur les marchés internationaux et les adaptations du prix de l'énergie de base effectuées par certains opérateurs dans leurs contrats avec les ménages résidents. Le prix de gros du gaz est relativement homogène au niveau européen et le prix *Dutch TTF Natural Gas* est le prix de référence utilisé dans la plupart des pays européens. Le prix de gros de l'électricité est beaucoup plus hétérogène et dépend notamment des technologies de production utilisées. Le Luxembourg importe la plupart de son électricité d'Allemagne et le graphique 2 montre donc le prix du gros pour la zone Allemagne/Luxembourg.

En ce qui concerne les adaptations du prix de l'énergie de base (courbes bleues sur le graphique 2), elles sont bien plus fréquentes pour le gaz que pour l'électricité (qui ont généralement lieu une fois par an en janvier). Le fait de ne pas ajuster les prix en permanence permet de lisser la volatilité de court terme et de n'adapter les prix que pour les variations importantes et durables. Des effets retards sont visibles, notamment en 2021 et 2022 quand des répercussions de hausses du prix de gros sur le prix de base se sont produites bien plus tard et dans une moindre proportion. La transmission de la variation des prix internationaux aux prix de l'énergie de base n'a donc été que partielle et, au deuxième trimestre 2022, le prix de base pratiqué est encore inférieur au prix de gros observé sur les marchés, ce qui a permis de ralentir la hausse des prix payés par les consommateurs. Néanmoins, cette situation peut difficilement perdurer et, dans un avenir proche, il ne serait pas surprenant si de nouvelles hausses des prix de l'énergie de base intervenaient pour répercuter l'importante progression observée récemment sur les marchés internationaux. La différence de prix est particulièrement importante pour le prix de l'électricité.



Sources : BCE, calculs et base de données interne BCL

STRUCTURE DES PRIX PAYÉS PAR LES CONSOMMATEURS

Le prix de l'énergie de base n'est qu'une composante du prix final payé par le consommateur. En sus du prix de base, s'ajoutent en effet des coûts fixes, des taxes fixes et des taxes variables. La structure du prix importe puisqu'elle détermine la sensibilité du prix final payé par le consommateur à une variation du prix de l'énergie de base.

Si la part fixe du prix payé par le consommateur est plus basse, que ce soit à cause des coûts fixes et/ou des accises (taxes fixes), la part variable, qui est composée du prix de l'énergie de base et de la TVA, est logiquement plus élevée, ce qui implique que le prix final est plus sensible aux mouvements de prix observés sur les marchés internationaux, et *vice versa*¹⁶.

Coûts fixes

Les coûts fixes sont des frais payés par le consommateur pour couvrir tous les frais de distribution de l'énergie au consommateur final. En général, il s'agit de montants régulés, forfaitaires et qui ne sont pas souvent adaptés.

Pour les carburants et le mazout de chauffage, il s'agit des frais de transport, des frais de stockage, de la marge du pompiste, etc. Pour le gaz et l'électricité, il s'agit des frais de réseau. Les prix de l'électricité et du gaz se distinguent des prix des carburants et du mazout de chauffage dans la mesure où les frais de réseau sont composés d'une part fixe (la redevance forfaitaire pour l'accès au réseau) et d'une part variable (qui est proportionnelle à la consommation / l'utilisation du réseau)¹⁷.

Fiscalité indirecte

Au niveau des taxes indirectes, il y a lieu de distinguer les taxes fixes / forfaitaires (de type accises) des taxes proportionnelles (TVA).

La plupart des biens énergétiques font l'objet de taxes fixes. Il s'agit d'une taxe dont le montant est déterminé pour une quantité de biens et qui est indépendante du prix. Pour les carburants et le mazout de chauffage, la Commission européenne fixe aussi des niveaux minima que les États membres doivent appliquer à ces produits¹⁸. Pour l'électricité, il s'agit de la taxe électricité et de la contribution au mécanisme de compensation. Enfin, pour le gaz, il s'agit de la taxe «gaz naturel» et de la taxe CO₂.

Les niveaux des taxes fixes sont comparativement bas au Luxembourg, et ce, malgré la récente introduction de la taxe sur les émissions de CO₂. Toutes choses égales par ailleurs, le niveau des prix de l'énergie est donc comparativement plus bas au Luxembourg. En revanche, l'élasticité du prix final à une variation des prix internationaux est aussi comparativement plus élevée. La variation des prix - le taux d'inflation -, à la hausse comme à la baisse, peut donc être plus élevée au Luxembourg que dans d'autres pays.

En ce qui concerne les taxes proportionnelles, le Luxembourg applique aussi un niveau relativement faible. Contrairement à ses voisins, qui appliquent le taux de TVA normal (19% en Allemagne, 20% en France et 21% en Belgique), le Luxembourg applique un taux de TVA réduit (8%) sur le gaz et l'électricité et un taux intermédiaire pour le mazout de

16 Voir aussi BCL (2000) L'accélération de l'inflation au Luxembourg, Bulletin 2000/1, pp. 35-38

17 Pour calculer les coûts fixes (voir les graphiques 3 et 4), il est donc nécessaire de faire des hypothèses relatives à la consommation (moyenne) d'un ménage type.

18 Pour l'essence, le diesel et le mazout de chauffage, le niveau de ces droits d'accises fixes s'élève, en janvier 2022, à respectivement 0,53 euro/litre, 0,42 euro/litre et 0,08 euro/litre.
Ces taxes fixes comprennent aussi la taxe CO₂.
Voir aussi sous BCL (2021) Avis de la BCL sur le projet de budget 2022, chapitre 2.2.3 Droits de douanes et accises.

chauffage (14%). Pour les carburants, le taux normal s'applique (17%) mais ce taux reste aussi faible en comparaison européenne. Un taux de TVA plus bas implique, toutes choses égales par ailleurs, un niveau de prix plus bas.

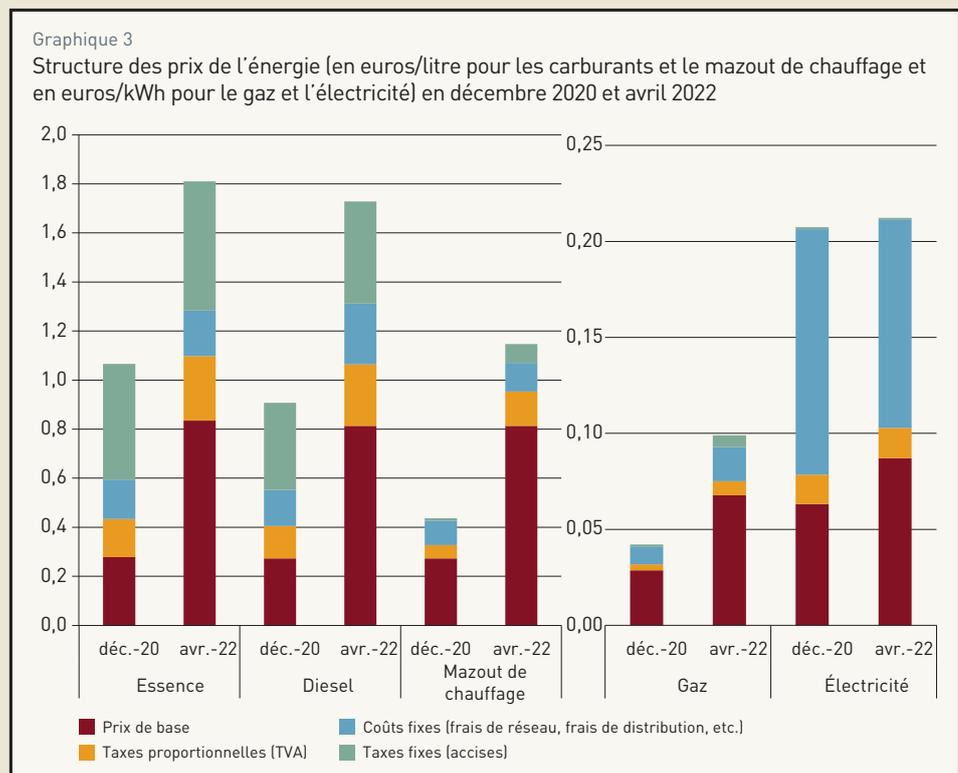
Parts fixes / variables et sensibilité des prix à la consommation à une variation du prix de base de l'énergie

Le graphique 3 compare les prix de l'énergie et leur composition pour les cinq principales composantes de l'IPC énergie entre décembre 2020 et avril 2022¹⁹. Il montre que les prix ont augmenté fortement pour toutes les composantes, à l'exception de l'électricité pour laquelle les prix ont (quasiment) stagné. La principale cause de la hausse des prix est l'augmentation du prix de base (bloc rouge) et, dans une moindre mesure, la hausse de la TVA qui l'accompagne de manière automatique puisque la TVA est proportionnelle aux prix hors TVA.

Plus la part variable - la part du prix de base, augmentée de la part des taxes proportionnelles (bloc orange) - par rapport au prix total est importante, plus l'élasticité du prix final par rapport au prix de base sera élevée.

Le graphique 4 présente ces parts.

En décembre 2020, les parts variables étaient les plus élevées pour le gaz et le mazout de chauffage (75%), suivis du diesel (45%), de l'essence (41%) et de l'électricité (38%). En avril 2022, ces parts ont aussi toutes augmenté, malgré l'introduction de la taxe carbone en 2021 et l'augmentation de celle-ci en 2022, ou sont restées stables (gaz). Pour le prix du gaz et du mazout de chauffage, qui étaient préalablement très faiblement taxés, le montant de leur taxation a fortement progressé à la suite de l'introduction de la taxe sur les émissions de CO₂. Dans le cas du gaz, les taxes fixes et le prix de base ont augmenté simultanément, de sorte que les parts fixes et variables n'ont guère changé entre décembre 2020 et avril 2022.



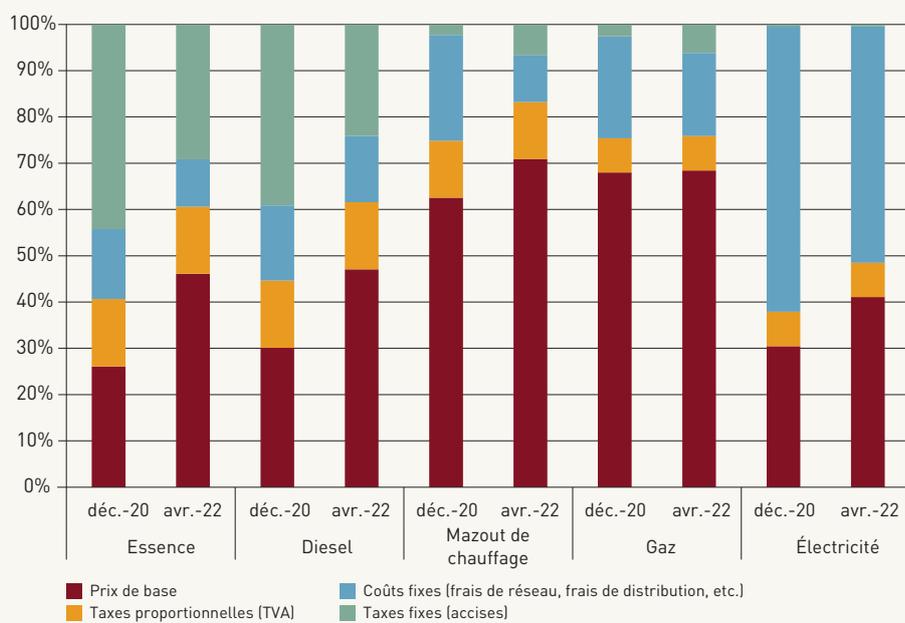
Source : base de données BCL

Logiquement, la sensibilité du prix final à une variation du prix de l'énergie de base n'est pas la même pour les différentes composantes de l'énergie.

Le tableau 1 présente les estimations de ces élasticités. En décembre 2020, elles étaient très élevées pour le mazout de chauffage et le gaz (0,75), suivis des carburants et de l'électricité. Pour une variation donnée du prix de l'énergie de base, le prix final du consommateur augmente proportionnellement plus pour le mazout de chauffage que pour le

19 En décembre 2020, le prix du pétrole brut s'élevait en moyenne à 50 \$/bl (41 €/bl). En avril 2022, il était 109% (135%) plus élevé.

Graphique 4
Structure des prix de l'énergie (en %) en décembre 2020 et avril 2022



Source : calculs BCL

charge des frais de réseau pour le gaz et augmentation de la contribution de l'État au mécanisme de compensation pour l'électricité²⁰ ou à un droit d'accise (baisse des accises sur les carburants et le mazout de chauffage). Ces mesures ont abaissé temporairement le niveau de prix. Mais elles ont aussi impliqué une augmentation de l'élasticité du prix final, qui reste malgré tout limitée, à l'exception du gaz qui voit son élasticité augmenter de 0,17 pour atteindre 0,94 et donc se rapprocher de l'élasticité unitaire²¹. Désormais, il ne sera plus possible de compenser une hausse du prix de l'énergie de base pour le gaz par une baisse des frais de réseau et toute augmentation du prix de l'énergie de base entraînera une hausse quasiment identique du prix final du consommateur.

Le renversement des mesures temporaires, en août 2022 pour les carburants et en décembre 2022 pour le mazout de chauffage, va, toutes choses égales par ailleurs, entraîner une hausse des prix à la consommation. Pour le gaz, cette

Tableau 1 :

Élasticité du prix final par rapport au prix de base

| | ESSENCE | DIESEL | MAZOUT DE CHAUFFAGE | GAZ | ÉLECTRICITÉ |
|--|---------|--------|---------------------|------|-------------|
| Décembre 2020 | 0,41 | 0,45 | 0,75 | 0,75 | 0,38 |
| Avril 2022 | 0,61 | 0,62 | 0,83 | 0,76 | 0,48 |
| Impact des mesures gouvernementales (mai 2022) | 0,02 | 0,02 | 0,05 | 0,17 | - |

Source : calculs BCL

20 Cette mesure annoncée le 28 février n'a pas encore été mise en œuvre. Elle n'est pas à confondre avec la mesure introduite en janvier 2022 lorsque la part « contribution mécanisme de compensation » du prix de l'électricité avait été abaissée de moitié.

21 Pour le prix du gaz, la part fixe n'était pas élevée au départ et, avec une suppression des frais de réseau, qui a impliqué une baisse de niveau du prix final d'approximativement 20% à partir de mai 2022, elle se compose désormais uniquement des taxes indirectes fixes (7,4% du prix final en mai 2022).

date n'est pas encore connue, mais, compte tenu de son envergure, le renversement de cette mesure aurait une incidence assez importante sur les prix à la consommation en 2023, soit en poussant le prix final à la hausse (si le prix de l'énergie de base devait ne pas baisser), soit en freinant sa baisse (si le prix de l'énergie de base venait à baisser).

Ces élasticités sont symétriques et elles s'appliqueront aussi bien dans le cas d'une hausse que d'une baisse des prix de l'énergie. Ainsi, en 2021 et 2022, la hausse des prix de l'énergie a été plus élevée au Luxembourg que dans les pays voisins, sauf en Belgique. À moyen terme, si les prix sur les marchés internationaux devaient se retourner, alors les taux d'inflation de l'énergie se renverseraient également et cette baisse des prix pourrait alors être plus importante au Luxembourg.

VARIATION DES PRIX, PANIER DE CONSOMMATION MOYEN ET INCIDENCE SUR L'IPCN ET L'IPCH

L'indice national des prix à la consommation (IPCN) est un indice de prix dont les pondérations sont calculées en fonction des dépenses du consommateur moyen résident²².

Au total, le consommateur moyen dépense 8% de son budget pour l'énergie. Ses dépenses pour le gaz (2,1%) et l'électricité (2,1%) sont les plus importantes, suivies de celles pour l'essence et du diesel (voir la ligne 4 dans le tableau 2).

En général, ces pondérations n'évoluent que lentement en lien avec le changement dans le comportement de consommation des ménages. En comparaison avec des années antérieures, en 2022, le gaz a une pondération comparativement plus élevée dans l'IPCN²³.

Pour une variation du prix final identique, une part plus élevée d'une composante énergie implique une contribution plus élevée de cette dernière à l'IPCN énergie et à l'IPCN global.

Il s'agit de pondérations moyennes pour l'ensemble des ménages résidents. En pratique, ces parts varient d'un ménage à l'autre. Typiquement, pour les ménages disposant d'un revenu plus bas, la part des dépenses pour les biens ayant trait à l'énergie est plus élevée. Pour ces consommateurs plus vulnérables, l'incidence d'une hausse des prix de l'énergie sur leur pouvoir d'achat est donc plus importante qu'estimé avec l'évolution de l'IPCN qui est calculée avec les pondérations moyennes de l'ensemble de la population.

En ce qui concerne l'IPCH, la base de calcul pour les pondérations est la consommation totale des ménages sur le territoire, y compris les dépenses de consommation des ménages non résidents. Au Luxembourg, les ménages non résidents effectuent principalement des dépenses pour les carburants et le tabac²⁴.

Dans son ensemble, la part de l'énergie dans l'IPCH (12,7%) est plus élevée que dans l'IPCN (8%). Les ménages non résidents ne peuvent évidemment consommer du gaz, de l'électricité et du mazout de chauffage, ce qui conduit au fait que leur pondération est forcément plus élevée dans l'IPCN que dans l'IPCH. En revanche, les ménages non résidents dépensent beaucoup pour leur consommation de carburants, ce qui entraîne des pondérations plus élevées dans l'IPCH que dans l'IPCN. Ces différences de pondérations, conjuguées à des différences de variations de prix, peuvent entraîner des divergences entre les versions IPCN et IPCH des taux d'inflation de l'IPC énergie et de l'IPC global.

22 Sur le site du STATEC, il y a plusieurs documents méthodologiques relatifs à l'IPCN/IPCH. Voir sous <https://statistiques.public.lu/fr/services-public/methodologie/methodes/economie-totale-prix/prix/ipc.html> et notamment STATEC (2022) « Tout savoir sur l'indice des prix à la consommation » disponible sous <https://statistiques.public.lu/dam-assets/fr/economie-totale-prix/prix-consommation/dossier-ipc-inflation/powerpoint-ipc-2022.pdf>, « Schéma de pondération et positions de référence » disponible sous <https://legilux.public.lu/eli/etat/leg/rgd/2021/01/29/a82/fo> et « Avis de la Commission IPC sur le schéma de pondération 2022 » disponible sous <https://statistiques.public.lu/dam-assets/fr/donnees-autres-formats/economie-totale-prix/prix/E5190.pdf>.

23 La pondération du gaz n'a été que de 0,9% en 2021 ou de 1,4% en 2016.

24 Les dépenses des touristes, largement pour les hôtels et les restaurants, sont une autre source de différence entre les pondérations de l'IPCH et l'IPCN, mais leur incidence est moindre que pour les carburants et le tabac.

Tableau 2 :

Exemple stylisé d'une variation du prix de l'énergie de base de 10%

| | | ESSENCE | DIESEL | MAZOUT DE CHAUFFAGE | GAZ | ÉLECTRICITÉ | IPCN / IPCH ÉNERGIE |
|--------------------------|--|---------|--------|---------------------|-------|-------------|---------------------|
| 1 | Variation du prix de l'énergie de base (en %) | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | |
| 2 | Élasticité | 0,61 | 0,62 | 0,83 | 0,76 | 0,48 | |
| 3=1*2 | Variation du prix final du consommateur (en %) | 6,1 | 6,2 | 8,3 | 7,6 | 4,8 | |
| 4 | Pondération IPCN | 0,017 | 0,012 | 0,007 | 0,021 | 0,021 | 0,08 |
| 5=3*4 | Incidence sur l'IPCN global (en p.p.) | 0,11 | 0,07 | 0,06 | 0,16 | 0,10 | 0,5 |
| 6=5/[Poids IPCN-énergie] | Incidence sur l'IPCN énergie | 1,3 | 0,9 | 0,7 | 1,9 | 12 | 6,0 |
| 7 | Pondération IPCH | 0,029 | 0,062 | 0,005 | 0,015 | 0,015 | 0,127 |
| 8=3*7 | Incidence sur l'IPCH global (en p.p.) | 0,18 | 0,39 | 0,04 | 0,11 | 0,07 | 0,8 |
| 9=8/[Poids IPCH-énergie] | Incidence sur l'IPCH énergie | 1,4 | 3,0 | 0,3 | 0,9 | 0,6 | 6,2 |

Source : calculs BCL

Incidence stylisée d'une variation du prix de l'énergie de base sur l'IPCN/H énergie et l'IPCN/H global

Le tableau 2 présente l'exemple stylisé²⁵ de l'incidence d'une variation des prix de l'énergie de base de 10 % sur l'IPCN/H global.

Cette incidence dépend, en sus du choc initial de 10%, de l'élasticité entre le prix final et le prix de l'énergie de base (ligne 2) et des pondérations des composantes dans l'IPCN (ligne 4) et l'IPCH (ligne 7).

Une variation des prix de l'énergie de base de 10% aurait une incidence de 6,0% sur le taux d'inflation de l'IPCN énergie (ligne 6) et de 0,5% sur le taux de l'IPCN global (ligne 5). La contribution la plus importante proviendrait du prix du gaz, à cause de l'élasticité très élevée et de son poids important dans le panier de consommation. Inversement, le mazout de chauffage et le diesel présenteraient une contribution plus faible étant donné leurs pondérations relativement basses dans l'IPCN.

En ce qui concerne l'IPCH, la plus forte contribution proviendrait très largement du diesel étant donné sa pondération très élevée. En revanche, le mazout de chauffage, l'électricité et le gaz, qui représentent tous des biens consommés exclusivement par les résidents, présenteraient des contributions beaucoup plus faibles.

Le choc initial de 10% engendrerait une inflation additionnelle similaire pour l'IPCN énergie (6,0%) et l'IPCH énergie (6,2%). Néanmoins, l'incidence sur l'IPCH (0,8%) serait plus élevée que sur l'IPCN (0,5%), en raison des pondérations plus élevées pour l'énergie.

Évolution en 2022

Le tableau 3 présente le taux d'inflation des prix de l'énergie tel qu'observé lors des cinq premiers mois de 2022 (ligne 3) et leur incidence sur les indices énergie de l'IPCN (ligne 4) et de l'IPCH (ligne 5).

Les variations des prix de l'énergie sont les mêmes pour le calcul de l'IPCN et de l'IPCH. L'incidence de ces variations sur l'IPCH énergie (et l'IPCH global) et sur l'IPCN énergie (IPCN global) sera néanmoins différente étant donné que les pondérations IPCH sont différentes des pondérations IPCN.

²⁵ En pratique, les variations des prix de l'énergie de base sont hétérogènes. Ensuite, et tel que présenté ci-avant, la variation des prix de l'énergie de base dépend des variations de prix de gros sur les marchés internationaux.

Tableau 3 :

Contributions des différentes composantes (en p.p.) au taux d'inflation (en %) de l'IPCN/H énergie lors des cinq premiers mois de 2022

| | | IPCN ÉNERGIE | IPCH ÉNERGIE | ÉLECTRICITÉ | GAZ | MAZOUT DE CHAUFFAGE | DIESEL | ESSENCE | AUTRES |
|----------|---|-----------------|-----------------|-------------|------|------------------------|--------|---------|--------|
| | | A | B | C | D | E | F | G | H |
| 1 | Pondération IPCN (en %) | 8,0 | - | 2,1 | 2,1 | 0,7 | 1,2 | 1,7 | 0,1 |
| 2 | Pondération IPCH (en %) | - | 12,7 | 1,5 | 1,5 | 0,5 | 6,2 | 2,9 | 0,1 |
| 3 | Inflation janv.- mai 2022 (en %) | 39 | 40 | 1,4 | 78 | 79 | 50 | 33 | |
| 4=1*3/1A | Contribution à l'inflation énergie IPCN | 39 | - | 0,4 | 20,7 | 7,3 | 6,9 | 7,0 | -3,8 |
| 5=2*3/2B | Contribution à l'inflation énergie IPCH | - | 40 | 0,2 | 9,3 | 3,3 | 21,9 | 7,5 | -1,8 |

Note : La ligne 3 du tableau correspond au dernier bâton du graphique 1. Le calcul des contributions ne tient pas compte des erreurs d'approximation dues à l'écartement des positions marginales.

Sources : STATEC, calculs BCL

L'IPCN énergie, qui a une pondération de 8 % dans l'IPCN total, a progressé de 39 % lors des cinq premiers mois de 2022 par rapport à la même période en 2021²⁶. Ce taux de variation est évidemment considérable et exceptionnel.

Ce sont le gaz et le mazout de chauffage qui ont connu la plus forte hausse de prix sur les cinq premiers mois de l'année 2022, atteignant respectivement 78 % et 79 % de progression par rapport aux cinq premiers mois de 2021.

En ce qui concerne l'IPCN, la hausse du prix du gaz explique plus de la moitié (20,7 p.p. sur 39 %) de la variation de l'IPCN énergie. Le mazout de chauffage, malgré la forte hausse de son prix, n'en explique que 7,3 p.p., soit approximativement la même contribution que le diesel et l'essence qui affichent des variations de prix moins importantes mais qui, compte tenu de leurs pondérations plus élevées, contribuent quasiment autant à l'IPCN énergie.

Pour ce qui est de l'IPCH, la variation de l'IPCH énergie (40 %) est quasiment identique à celle de l'IPCN énergie (39 %), mais sa composition est différente. La contribution du diesel explique la moitié de la hausse de l'IPCH énergie du fait de sa pondération très élevée. En revanche, bien que la hausse du prix du gaz soit deux fois supérieure à celle du prix du diesel, elle ne compte que pour un quart de la variation de l'IPCH énergie.

Malgré des taux d'inflation identiques, les contributions des IPCN/IPCH énergie à l'IPCN/IPCH global sont différentes. En effet, la pondération de l'IPCH énergie dans l'IPCH est plus élevée que la pondération de l'IPCN énergie dans l'IPCN. Ainsi, lors des cinq premiers mois de 2022, la hausse de l'IPCH (7,7 %) est bien plus élevée que la hausse de l'IPCN (6 %).

Comparaison avec les pays voisins

En ce qui concerne la comparaison avec les pays voisins, les taux d'inflation de l'IPCH énergie et leurs compositions sont différents.

En sus des facteurs mis en évidence ici (structures de prix différentes en raison de parts fixes [coûts fixes et accises fixes] différentes, composition du panier moyen du consommateur), cela peut s'expliquer par des prix de l'énergie de

²⁶ Par rapport à décembre 2021, le niveau atteint par cette composante était 20 % plus élevé en mai 2022.

Tableau 4 :

Comparaison des taux d'inflation de l'IPCH énergie avec les pays voisins en 2022 (en taux de variation annuel)

| | IPCH ÉNERGIE | MAZOUT DE CHAUFFAGE, DIESEL, ESSENCE | ÉLECTRICITÉ | GAZ |
|------------|--------------|--|-------------|-----|
| Luxembourg | 39 | 41 | 1 | 85 |
| Belgique | 65 | 41 | 62 | 140 |
| Allemagne | 29 | 40 | 15 | 26 |
| France | 25 | 34 | 5 | 41 |

Note : Il s'agit des quatre premiers mois de l'année.

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

base qui sont différents pour le gaz et l'électricité, ce qui, à son tour, pourrait être dû à des techniques de production différentes.

À titre d'exemple, en Belgique, le taux d'inflation de l'IPCH énergie a été le plus élevé lors des quatre premiers mois de 2022. Cela a aussi été le cas pour toutes les composantes de l'énergie. Les différences avec les autres pays ne s'expliquent que très peu au travers des hausses de prix observées pour le mazout de chauffage, le diesel et l'essence, dont le prix de l'énergie de base est le même, car ces taux d'inflation sont très proches les uns des autres. La différence provient largement des prix du gaz et de l'électricité.

En Belgique, le prix de l'électricité est en hausse de 62% et le prix du gaz de 140%, des taux bien plus élevés qu'en France et en Allemagne. En France par contre, les prix de l'électricité n'ont augmenté que de 5% et, en Allemagne, le prix du gaz n'a augmenté que de 26%. Le Luxembourg importe son gaz largement de la Belgique, ce qui pourrait expliquer, en partie, pourquoi la hausse du prix du gaz est plus élevée au Luxembourg qu'en Allemagne par exemple. Ensuite, le Luxembourg importe son électricité principalement de l'Allemagne, ce qui pourrait à son tour expliquer pourquoi ces prix n'ont pas encore augmenté dans les mêmes proportions qu'en Belgique²⁷.

CONCLUSION

En 2021 et 2022, l'inflation globale au Luxembourg a fortement progressé, ce qui est largement imputable aux prix de l'énergie.

Le gaz a largement contribué à l'inflation globale, ce qui est le résultat de trois facteurs qui ont été mis en évidence dans cet encadré. 1) Le prix de son énergie de base a fortement augmenté. 2) La sensibilité de son prix final à une variation du prix de l'énergie de base est très élevée en raison de sa structure de prix, et notamment des taxes fixes faibles. 3) Sa pondération dans l'IPCH (et l'IPCH énergie) est la plus élevée de toutes les composantes.

Les prix de l'énergie ont également nettement progressé dans les pays voisins, mais, au Luxembourg, la hausse des prix est plus élevée qu'en France et en Allemagne. Cette différence s'explique aussi par une évolution du prix du gaz plus forte au Luxembourg.

Sur la base des projections de la BCL, la progression des prix de l'énergie serait de l'ordre de 28% en moyenne en 2022, mais ralentirait nettement en 2023, dans l'hypothèse d'une modération du prix du pétrole en euros (voir le chapitre 1.2.6.5 ci-après).

²⁷ Toutes choses égales par ailleurs, sans l'abaissement de la « contribution mécanisme de compensation » en janvier 2022, les prix de l'électricité auraient augmenté d'approximativement 10%.

1.2.1.2 Les prix à la production et les prix immobiliers

Après une année 2021 caractérisée par une forte progression, les prix à la production ont connu une nouvelle hausse au premier trimestre de 2022. Si tous les types de biens ont affiché des prix à la production en hausse, ce sont les prix des biens énergétiques qui ont le plus fortement progressé, suivis des prix des biens intermédiaires. Cette dynamique se déroule dans un contexte de renchérissement généralisé des matières premières, de tensions au niveau mondial sur les chaînes d'approvisionnement et de la guerre en Ukraine.

Les prix à la construction ont connu une forte accélération en 2021 et ont progressé de 7,3%. Il se pourrait que cette hausse des prix se soit poursuivie en 2022, car, selon les enquêtes mensuelles de conjoncture dans la construction, les chefs d'entreprise s'y attendent²⁸. La branche de la construction est en tout cas confrontée à une forte progression de ses propres coûts. Il s'agit d'abord des coûts de l'énergie. Puis, les coûts de main-d'œuvre ont été rehaussés à deux reprises – en octobre 2021 et avril 2022 – dans le cadre du mécanisme d'indexation automatique des salaires au Luxembourg. Finalement, les prix des matériaux ont flambé avec les problèmes qui sont apparus dans les chaînes d'approvisionnement.

Les prix immobiliers ont progressé de 2,7% au troisième trimestre 2021 sur une base trimestrielle et ont accéléré, à 3,5% au quatrième trimestre. Sur une base annuelle, les prix de l'immobilier ont légèrement décéléré de 14,5% en 2020, à 14,0% en 2021.

Tableau 4:

Prix à la production industrielle (en taux de variation par rapport à la période précédente)

| | 2020 | 2021 | 2022-T1 |
|-----------------------------------|------|------|---------|
| Ensemble des produits industriels | -1,9 | 11,3 | 5,2 |
| Biens intermédiaires | -3,4 | 20,0 | 5,4 |
| Biens d'équipement | -0,1 | 0,5 | 1,3 |
| Biens de consommation | 0,5 | -3,7 | 2,8 |
| Biens énergétiques | -0,5 | 6,8 | 12,2 |
| Prix à la construction | 3,0 | 7,3 | |
| Prix immobiliers résidentiels | 14,5 | 14,0 | |

*Les prix à la construction sont disponibles pour les mois d'avril et d'octobre de chaque année, il s'agit donc ici d'une variation semestrielle.

Sources: STATEC, calculs BCL.

1.2.1.3 Les coûts salariaux

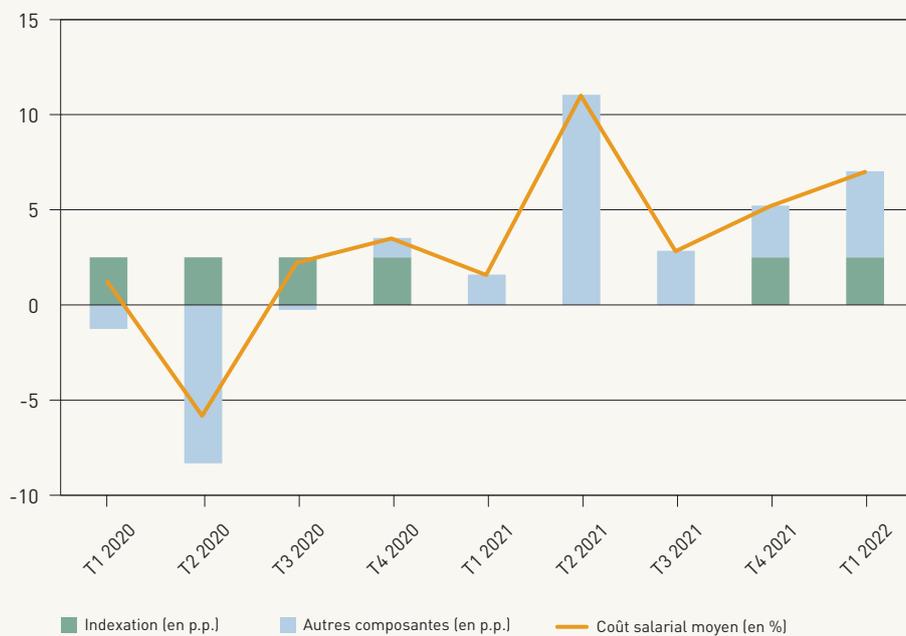
La plus récente estimation de la comptabilité nationale, publiée en juin 2022, a fait état d'une augmentation annuelle du coût salarial moyen de 7% au 1^{er} trimestre 2022. Une analyse détaillée révèle que cette progression s'explique principalement par l'apport des « autres composantes », qui incorporent les éléments dits « réels » (4,5 p.p.), tels que les salaires négociés, les primes et gratifications ou encore la variation du volume de travail. La contribution de l'indexation des salaires aux prix s'est établie à 2,5 p.p.

L'indicateur de court terme calculé à partir des données administratives de la Sécurité sociale confirme la hausse du coût salarial moyen au quatrième trimestre 2021, suivie d'une accélération aux mois de janvier et février 2022²⁹. Il est à rappeler que les données issues de ces deux sources statistiques

²⁸ En avril 2022, le solde d'opinion relatif aux perspectives d'évolution des prix a atteint le niveau de 68. Il s'agit d'un nouveau niveau record, en forte hausse par rapport à des niveaux prévalant encore à la fin 2020 et *de facto* nettement supérieur à sa moyenne historique.

²⁹ Les données mensuelles relatives aux mois de mars 2022 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction du présent Bulletin.

Graphique 7
 Décomposition de la croissance annuelle du coût salarial moyen
 (en pourcentage par rapport au même trimestre de l'année précédente)



Sources : STATEC, calculs BCL

ne sont que partiellement comparables, en raison de l'existence de divergences méthodologiques³⁰. Abstraction faite de ces différences, les données administratives permettent néanmoins d'affiner l'analyse en décomposant le coût salarial moyen en divers éléments. Aussi, sur la base des fichiers mensuels de la Sécurité sociale, l'augmentation de la durée moyenne de travail³¹ et, dans une moindre mesure, la progression des primes et gratifications distribuées expliquerait la hausse du coût salarial moyen au quatrième trimestre 2021. L'accélération observée au premier trimestre 2022 s'expliquerait principalement par une contribution des salaires bruts de base qui serait en hausse par rapport à celle enregistrée au quatrième trimestre 2021 et par une contribution plus élevée des primes et gratifications. Dans ce

Tableau 5 :

Évolution annuelle du coût salarial moyen selon le secteur économique
 (pourcentage de variation par rapport au même trimestre de l'année précédente)

| | T1 2021 | T2 2021 | T3 2021 | T4 2021 | T1 2022 |
|---|---------|---------|---------|---------|---------|
| Industrie, y compris énergie | 2,2 | 12,6 | 2,5 | 5,0 | 4,8 |
| Construction | 6,7 | 21,5 | 0,5 | 3,8 | 6,8 |
| Commerce; réparation d'automobiles et de motos; transports et entreposage; hébergement et restauration | -3,3 | 28,7 | 4,3 | 8,3 | 11,8 |
| Information et communication | 0,6 | 5,9 | 3,1 | 4,4 | 3,0 |
| Activités financières et d'assurance | 3,1 | 2,9 | 3,0 | 7,9 | 7,8 |
| Activités immobilières | 8,9 | 21,5 | 5,0 | 6,5 | 3,9 |
| Activités spécialisées, scientifiques et techniques; activités de services administratifs et de soutien | 1,6 | 14,2 | 4,3 | 3,4 | 10,1 |
| Administration publique, défense, éducation, santé humaine et action sociale | 0,3 | 1,2 | 0,7 | 2,7 | 2,7 |
| Arts, spectacles et activités récréatives; autres activités de services | 2,7 | 15,4 | 3,2 | 7,5 | 8,7 |
| Coût salarial moyen - économie totale | 1,6 | 11,0 | 2,9 | 5,2 | 7,0 |

Sources : STATEC, calculs BCL.

30 La comptabilité nationale est compilée à partir d'une multitude de sources administratives et statistiques et fait l'objet de divers retraitements.

31 Cette augmentation s'explique par la baisse du recours au dispositif de chômage partiel et du congé pour raisons familiales par rapport aux pics atteints au printemps 2020. Les heures supplémentaires sont également en hausse.

contexte, il convient de rappeler que le coût salarial moyen, que ce soit l'estimation de la comptabilité nationale ou l'estimation sur la base des données de la Sécurité sociale, n'intègre pas les indemnités de chômage partiel versées par le Fonds pour l'emploi.³² Ces indemnités, bien qu'elles soient versées par l'employeur à son employé, sont enregistrées en tant que transferts sociaux en espèces des administrations publiques vers les ménages.

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre qu'en glissement annuel, le coût salarial moyen a augmenté dans l'ensemble des branches économiques.

En conclusion, la récente estimation des comptes nationaux a fait état d'une augmentation de la croissance du coût salarial moyen. La dynamique des salaires s'explique par un apport positif des « autres composantes » (dites réelles), dans un contexte de levée graduelle des restrictions sanitaires ainsi que par la contribution de l'indexation des salaires à l'évolution des prix.

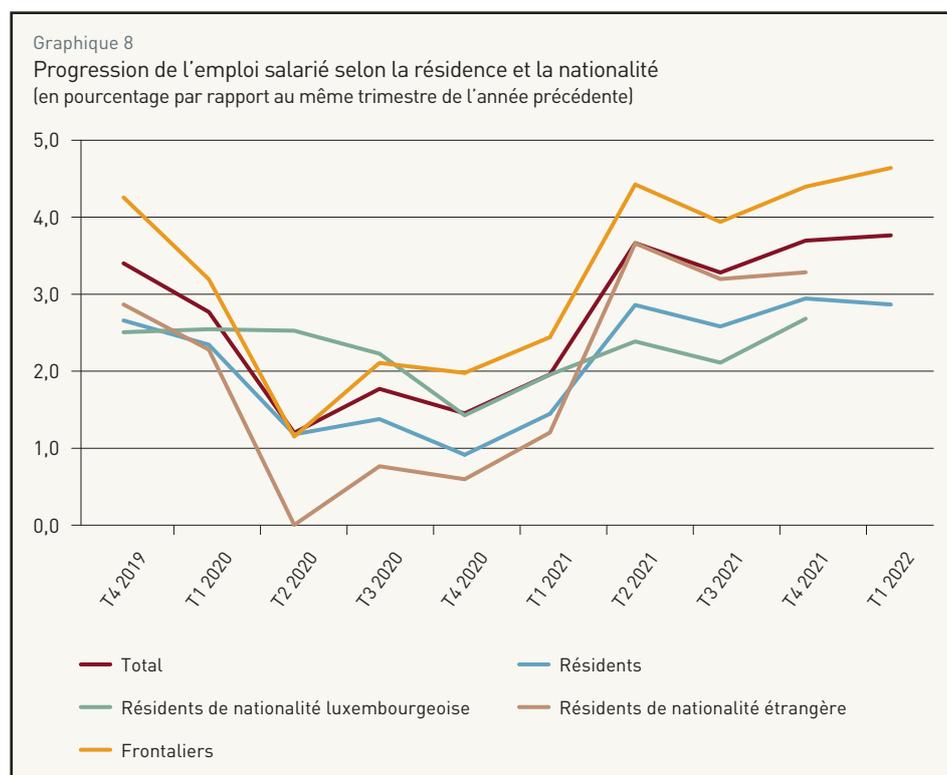
1.2.2 Le marché du travail

1.2.2.1 L'emploi

L'embellie s'est poursuivie sur le marché du travail luxembourgeois. Selon des estimations du STATEC, la progression annuelle de l'emploi salarié se serait établie à 3,8% au premier trimestre 2022. Au mois d'avril 2022, l'emploi salarié aurait progressé de 3,7% en glissement annuel.

L'emploi des salariés frontaliers et des salariés résidents de nationalité étrangère, qui est davantage sensible aux fluctuations cycliques en raison de sa répartition sectorielle, a vu sa progression ralentir sensiblement suite à l'éclatement de la crise sanitaire. Depuis lors, sa progression s'est sensiblement redressée et a même dépassé les taux de croissance observés juste avant la crise. L'emploi des résidents de nationalité luxembourgeoise a vu sa progression sensiblement augmenter en fin d'année 2021.

L'analyse sectorielle, telle qu'elle est retracée par les comptes nationaux, montre que la progression annuelle de l'emploi salarié total (+3,8% au 1^{er} trimestre 2022) a reposé essentiellement sur le secteur commercial au



Remarque : les données relatives au premier trimestre 2022 demeurent provisoires. Par ailleurs, lors de la rédaction de cette partie, la répartition de l'emploi salarié résident par nationalité n'était pas encore disponible en ce qui concerne le premier trimestre 2022.

Sources : STATEC, calculs BCL

³² Lorsque les indemnités de chômage partiel sont très élevées, comme c'est le cas en période COVID-19, il existe une différence assez importante entre l'évolution du coût salarial moyen (payé par l'employeur) et la rémunération salariale effective (reçue par le salarié). Voir aussi le chapitre 1.2.6.4.

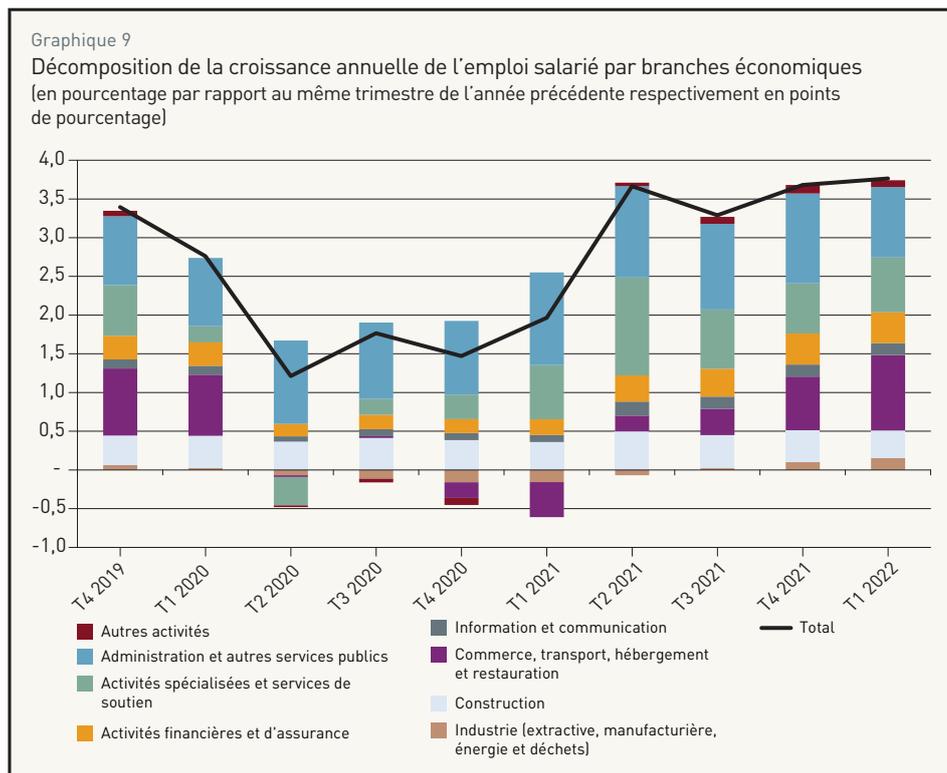
Tableau 6 :

Emploi et chômage (taux de variation annuel moyen, sauf indication contraire)

| | 2020 | 2021 | T4 2021 | T1 2021 | AVR. 2022 |
|---|-------|------|---------|---------|-----------|
| Emploi salarié total | 1,8 | 3,2 | 3,7 | 3,8 | 3,7 |
| Salariés frontaliers | 2,1 | 3,8 | 4,4 | 4,6 | 4,8 |
| Salariés résidents | 1,5 | 2,5 | 2,9 | 2,9 | 2,6 |
| Travailleurs indépendants | 3,0 | 1,9 | 2,9 | 3,1 | 3,0 |
| Emploi total | 1,9 | 3,1 | 3,6 | 3,7 | 3,6 |
| Offres d'emploi non satisfaites (stock) | -5,4 | 31,7 | 56,1 | 52,4 | 53,0 |
| Postes vacants déclarés au cours du mois (flux) | -14,0 | 26,1 | 37,4 | 35,4 | 40,8 |
| Nombre de demandeurs d'emploi (au sens strict) | 21,4 | -8,2 | -16,0 | -21,8 | -21,8 |
| Taux de chômage au sens strict (en % de la population active) | 6,3 | 5,7 | 5,2 | 4,8 | 4,7 |
| Mesures pour l'emploi | -4,9 | 10,1 | 8,8 | 2,8 | -0,3 |
| Nombre de demandeurs d'emploi (au sens large) | 15,8 | -4,6 | -11,7 | -17,4 | -17,5 |

Remarque : les données relatives au premier trimestre et au mois d'avril 2022 sont des estimations. Par ailleurs, les données relatives aux salariés résidents incluent uniquement les résidents travaillant sur le territoire luxembourgeois.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC et calculs BCL



Sources : STATEC (comptes nationaux), calculs BCL

sens large, le secteur public au sens large (y compris la santé et l'éducation) et les services aux entreprises. L'industrie a, pour sa part, enregistré une contribution légèrement positive à la progression annuelle de l'emploi salarié total.

Les données mensuelles issues de la base de données de l'Inspection générale de la Sécurité sociale (IGSS) permettent d'affiner la décomposition de l'emploi par branches économiques et par lieu de résidence³³. Sur l'année séparant les deux premiers mois de 2021 et 2022, l'économie luxembourgeoise a ainsi créé plus de 16 000 emplois³⁴.

Selon ces données, quatre secteurs se sont démarqués en tant que principaux moteurs de croissance de l'emploi au Luxembourg. Il s'agit du secteur public au sens large (y compris les sous-secteurs de la santé et de l'éducation), avec près de 5 000

33 Bien que les comptes nationaux soient basés sur les données administratives de l'IGSS, les données de la comptabilité nationale font l'objet de divers retraitements et excluent certaines catégories de travailleurs (par exemple, les résidents qui exercent leur activité sur un autre territoire économique ou encore les membres nationaux des équipages de bateaux de pêche). Par conséquent, les données issues de ces deux sources ne sont pas parfaitement comparables et sont susceptibles de diverger.

34 Les données mensuelles relatives au mois de mars 2022 n'étaient pas encore disponibles à la date de rédaction de ce Bulletin. Selon la comptabilité nationale et sur l'année séparant les premiers trimestres 2021 et 2022, l'économie luxembourgeoise aurait créé environ 17 000 emplois.

postes créés et principalement occupés par des salariés résidents. En second lieu, il y a les services aux entreprises (branches 69 à 82 de la nomenclature européenne, qui incluent le travail intérimaire), avec plus de 3 000 emplois créés et principalement occupés par des résidents. Ensuite, le secteur financier a créé près de 1 700 postes, dont la majorité a été occupée par des salariés résidents. En dernier lieu, près de 1 500 postes ont été créés dans la construction. Ces emplois ont bénéficié quasi exclusivement aux salariés frontaliers.

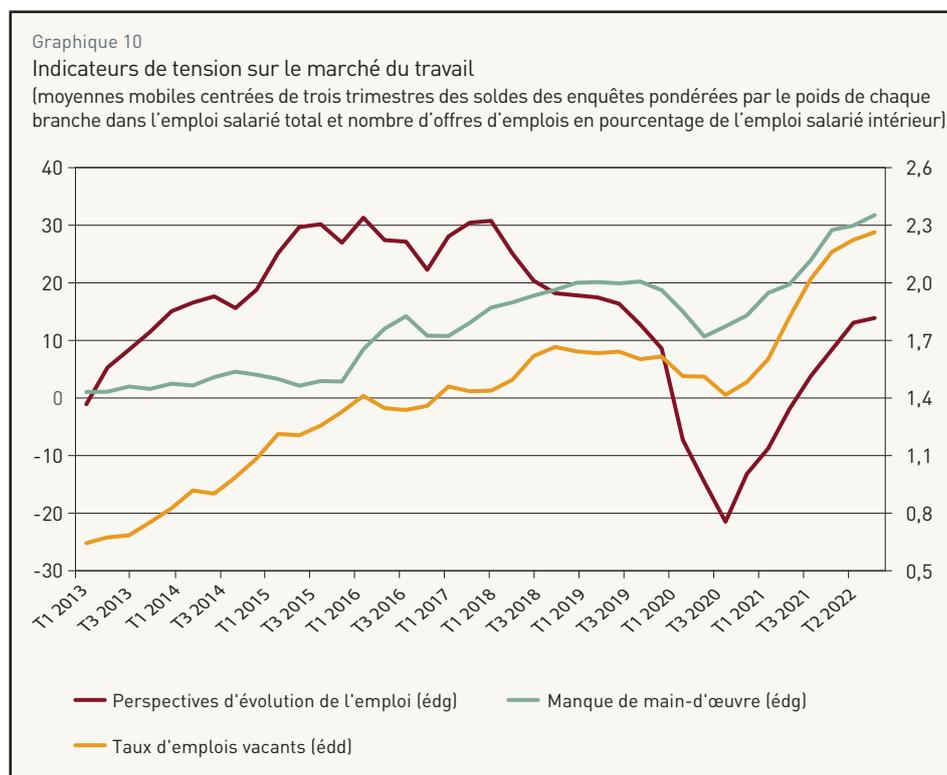
L'emploi intérimaire, qui est comptabilisé dans le secteur des services aux entreprises, a augmenté en glissement annuel de 4% au quatrième trimestre 2021³⁵. Par nature, l'emploi intérimaire constitue un facteur d'ajustement face aux retournements conjoncturels, en permettant aux entreprises de réagir rapidement à la dégradation conjoncturelle sans procéder à des licenciements (du moins dans un premier temps). Le phénomène contraire se produit lors de la reprise économique, lorsque les entreprises – confrontées à une grande incertitude – préfèrent recourir à de la main-d'œuvre intérimaire plutôt qu'à des emplois permanents.

Plusieurs indicateurs témoignent d'un accroissement des tensions sur le marché du travail.

En premier lieu, le taux d'emplois vacants, qui mesure la proportion de postes à pourvoir, a progressé de 0,8 point de pourcentage sur un an pour s'établir à 2,3% au premier trimestre 2022, soit à un niveau historiquement élevé (0,9% en moyenne entre janvier 1998 et décembre 2019) et supérieur à son niveau d'avant la pandémie (1,5% au dernier trimestre 2019)³⁶.

Le stock d'offres d'emploi non satisfaites déclarées auprès de l'Agence pour le développement de l'emploi (ADEM) s'est établi à plus de 11 000 au premier trimestre 2022 (et plus de 12 500 au mois d'avril), soit une hausse de plus de 50% par rapport à la période correspondante de 2021. De même, le nombre de postes vacants déclarés au cours du mois auprès de l'ADEM (flux) s'est établi à plus de 4 000 au premier trimestre 2022 (et 4 100 en avril), en hausse de 35% en base annuelle. Le nombre de postes vacants a augmenté dans l'ensemble des secteurs, y compris l'industrie. Cette hausse a été particulièrement marquée dans le secteur commercial au sens large (notamment dans les branches des transports et de l'HORECA), dans la branche « information et communication », dans le secteur public au sens large (et, en particulier, dans le domaine de la santé) et dans les arts et activités récréatives et de loisir.

En deuxième lieu, les perspectives d'embauches, telles qu'elles se dégagent des enquêtes d'opinion auprès des entreprises, se sont graduellement redressées au cours des derniers mois dans l'industrie,



Sources : ADEM, Commission européenne, STATEC, calculs BCL

35 En revanche, les plus récentes données disponibles témoignent d'une diminution en glissement annuel du nombre de travailleurs intérimaires aux mois de janvier et février 2022 (-2,6% par rapport aux mois correspondants de 2021).

36 Les données relatives au mois d'avril 2022 font état d'une nouvelle hausse du taux d'emplois vacants à 2,5%.



la construction et les services non financiers, par rapport au niveau très bas atteint en avril 2020. Ces perspectives ont diminué dans l'industrie et dans la construction depuis le mois de février, tout en restant positives. Elles demeurent en revanche négatives dans le commerce. Les anticipations d'évolution du chômage des consommateurs se sont dégradées depuis le mois de février, probablement sur fond d'inquiétudes relatives aux répercussions de la guerre en Ukraine qui a commencé fin février.

Finalement, la proportion d'entreprises indiquant que le manque de main-d'œuvre constitue un facteur limitant la production a fortement augmenté au cours des derniers mois. Les pénuries de main-d'œuvre signalées par les entrepreneurs dans les enquêtes de conjoncture font, cependant, ressortir des différences sectorielles. Ces pénuries ont sensiblement augmenté dans l'industrie et, de façon encore plus significative, dans la construction, pour s'établir à des niveaux records et nettement supérieurs aux moyennes à long terme. Par contre, les pénuries signalées ont augmenté de façon moins marquée dans les services non financiers, pour y atteindre des niveaux supérieurs à ceux observés avant la pandémie³⁷.

Les difficultés de recrutement pourraient être le reflet de plusieurs facteurs. *i)* Tout d'abord, avec la réouverture de pans entiers de l'économie et après plusieurs mois de gel ou de réduction des embauches, un grand nombre d'entreprises cherchent à recruter en même temps. *ii)* Ensuite, traditionnellement, au Luxembourg, une partie de la demande de travail est satisfaite par un afflux de travailleurs provenant de l'étranger (frontaliers ou immigrés). Cependant, face à la COVID-19, ce canal de recrutement a subi quelques entraves, comme en témoigne le recul du solde migratoire en 2020³⁸. Bien que les restrictions sanitaires et de déplacement aient été largement levées au cours de l'année 2021, la mobilité des travailleurs demeure sans doute réduite. *iii)* Certains métiers sont susceptibles de souffrir d'un manque d'attractivité qui a pu être renforcé par la pandémie. *iv)* De même, la crise a pu aggraver l'inadéquation entre l'offre et la demande de travail (en termes de compétences, par exemple) sous l'effet de réallocations sectorielles de la main-d'œuvre. La part encore élevée de chômeurs de longue durée (voir ci-après) pourrait en être le reflet.

1.2.2.2 Le chômage

L'embellie de l'emploi a continué à se répercuter favorablement du côté du chômage. Après avoir atteint son point le plus haut depuis cinq ans, en mai et juin 2020 (soit un taux de 7% de la population active), le taux de chômage au sens «strict» s'est repositionné sur une trajectoire descendante pour s'établir à 4,7% en mars et avril 2022, soit le taux le plus bas observé depuis début 2009.

Le nombre de chômeurs au sens «large» a également diminué, mais de manière moins importante que le nombre de chômeurs au sens «strict», en raison de la relance des mesures de soutien à l'emploi, dont le nombre de bénéficiaires a augmenté de 2% en glissement annuel au cours des quatre premiers mois de 2022.

Une analyse détaillée révèle qu'au cours des quatre premiers mois de l'année en cours, la baisse du chômage au sens «strict» affecte toutes les catégories de demandeurs d'emploi. Il est à relever, en particulier, une diminution d'environ 30% du nombre de chômeurs âgés de moins de 30 ans. De même, après avoir atteint un record historique au deuxième semestre 2021, le chômage de longue durée s'est positionné sur une trajectoire légèrement descendante. La part des demandeurs d'emploi qui sont au chômage depuis plus de 12 mois dans le total des chômeurs s'est établie à 49% au cours des quatre premiers mois de 2021, ce qui reste très élevé.

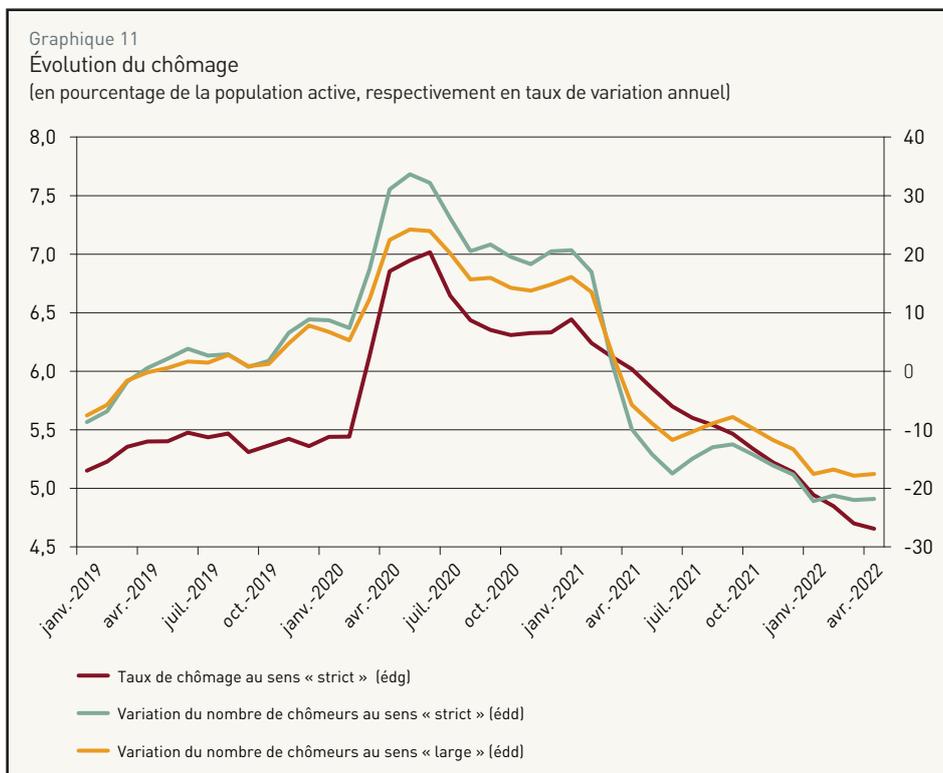
37 Les plus récentes données relatives au deuxième trimestre 2022 font état d'une stabilisation de la part des entreprises signalant des pénuries de main-d'œuvre dans l'industrie et la construction et d'une baisse de cette part dans les services non financiers (tout en demeurant supérieure au niveau observé avant la pandémie).

38 En 2021, le solde migratoire s'est largement redressé. En effet, l'excédent migratoire s'est établi à 9 376 personnes, après seulement 7 620 en 2020. Le solde migratoire demeure cependant inférieur à celui observé juste avant la pandémie, en 2019 (11 075 personnes) et à la moyenne annuelle observée entre 2009 et 2019 (9 868).

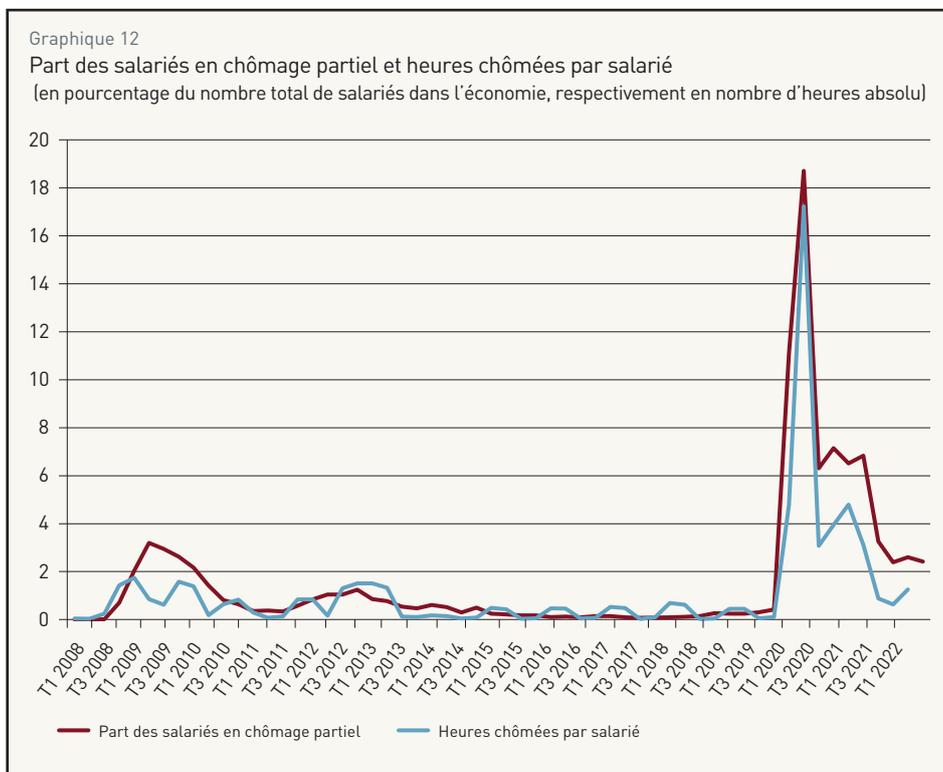
Dans le sillage de la levée progressive d'une large partie des restrictions sanitaires, la part des salariés en chômage partiel a fortement reculé par rapport au pic atteint au printemps 2020 pour s'établir à 2,4% au deuxième trimestre 2022, un niveau encore élevé d'un point de vue historique. Le recours effectif au dispositif de chômage partiel, tel que mesuré par le nombre d'heures chômées par salarié, a également fortement reculé (voir le graphique 12). La légère hausse observée au premier trimestre 2022 pourrait s'expliquer par l'introduction de nouvelles mesures sanitaires plus restrictives en fin d'année 2021³⁹.

Alors qu'en début d'année 2022, le recours au dispositif de chômage partiel concernait principalement les branches dont l'activité était encore conditionnée par des restrictions sanitaires (telles que l'HORECA, les transports ou encore les activités de loisirs), ce n'est plus le cas à l'heure actuelle (en raison de la levée progressive de la plupart de ces mesures). Au deuxième trimestre 2022, plus de la moitié des salariés en chômage partiel étaient employés dans l'industrie manufacturière. Dans cette branche, la sous-utilisation de la main-d'œuvre n'est qu'indirectement liée à la pandémie de la COVID-19 et s'expliquerait principalement par les répercussions des goulets d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement et/ou d'une demande internationale moins importante.

39 Ce recours accru au chômage partiel est également allé de pair avec une hausse sensible du nombre d'heures de travail perdues au titre de congé de maladie et de congé pour raisons familiales, dans un contexte marqué par une recrudescence sans précédent du nombre d'infections à la COVID-19.



Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL



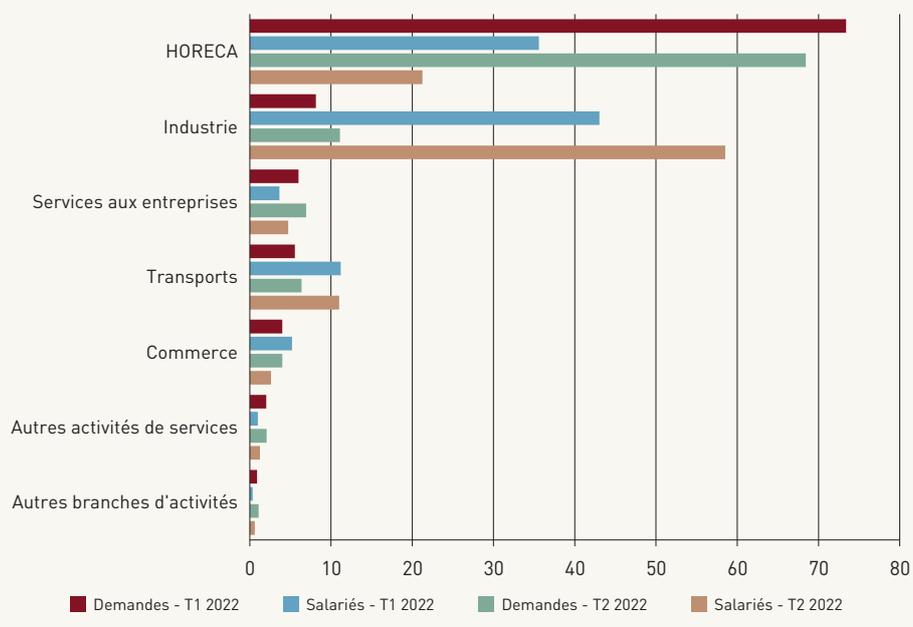
Remarque : en ce qui concerne la part des salariés en chômage partiel, les données relatives aux années 2020 et 2021 se basent sur les demandes effectuées par les entreprises et demeurent donc provisoires. Les heures chômées correspondent aux heures effectivement perdues au titre de chômage partiel pour intempéries ou de chômage partiel conjoncturel. Par ailleurs, les heures effectivement chômées au premier trimestre 2022 incluent uniquement les données relatives au mois de janvier 2022.

Sources : ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

Graphique 13

Répartition des demandes de chômage partiel et du nombre de salariés en chômage partiel par branches économiques au 1er semestre 2022

(en pourcentage du nombre total de demandes, respectivement du nombre total de salariés concernés)



Remarque : les « autres branches d'activités » incluent la construction, la branche « information et communication », les activités financières, les activités immobilières et le secteur public au sens large. Par ailleurs, les données se basent sur les demandes effectuées par les entreprises et demeurent donc provisoires.

Sources : Comité de conjoncture, calculs BCL

Sauf décision contraire du gouvernement, les conditions favorables d'accès au chômage partiel extraordinaire liées à la COVID-19 devraient être supprimées à partir du mois de juillet 2022. Cette suppression devrait se traduire par un nouveau recul du recours au chômage partiel⁴⁰.

1.2.3 Les activités sectorielles

1.2.3.1 L'industrie et la construction

Après une chute importante en 2020 dans le contexte de la pandémie de COVID-19 (-10,8%), la production industrielle a rebondi fortement en 2021 (+8,1%)⁴¹. Néanmoins, la reprise de l'activité a été assez timide au deuxième semestre et, en fin d'année 2021, la production est encore restée légèrement en dessous des niveaux prépandémiques. La croissance en 2021 a été freinée par la sidérurgie, dont la production n'a progressé que de 1,2%. Au premier trimestre 2022, selon les

Tableau 7 :

Indicateurs relatifs aux secteurs de l'industrie et de la construction (en taux de variation annuel)

| | 2020 | 2021 | 2021-T1 | 2021-T2 | 2021-T3 | 2021-T4 | 2022-T1 |
|---|-------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Industrie | | | | | | | |
| Production par jour ouvrable - Total | -10,8 | 8,1 | 5,1 | 24,0 | 3,4 | 2,1 | 0,2 |
| Production par jour ouvrable - Sidérurgie | -9,2 | 1,2 | 15,2 | 10,4 | -8,2 | -10,6 | -2,4 |
| Production par jour ouvrable - Industrie, sidérurgie exclue | -10,9 | 8,3 | 4,8 | 24,6 | 3,7 | 2,4 | 0,4 |
| Construction | | | | | | | |
| Production par jour ouvrable - Total | -8,0 | 6,1 | 8,9 | 23,1 | -1,9 | -3,1 | 2,3 |
| Heures travaillées | -9,5 | 5,7 | 7,5 | 23,2 | -2,0 | -3,3 | 2,0 |
| Permis de bâtir | -6,2 | 19,8 | 77,0 | -16,4 | 21,4 | 10,7 | - |

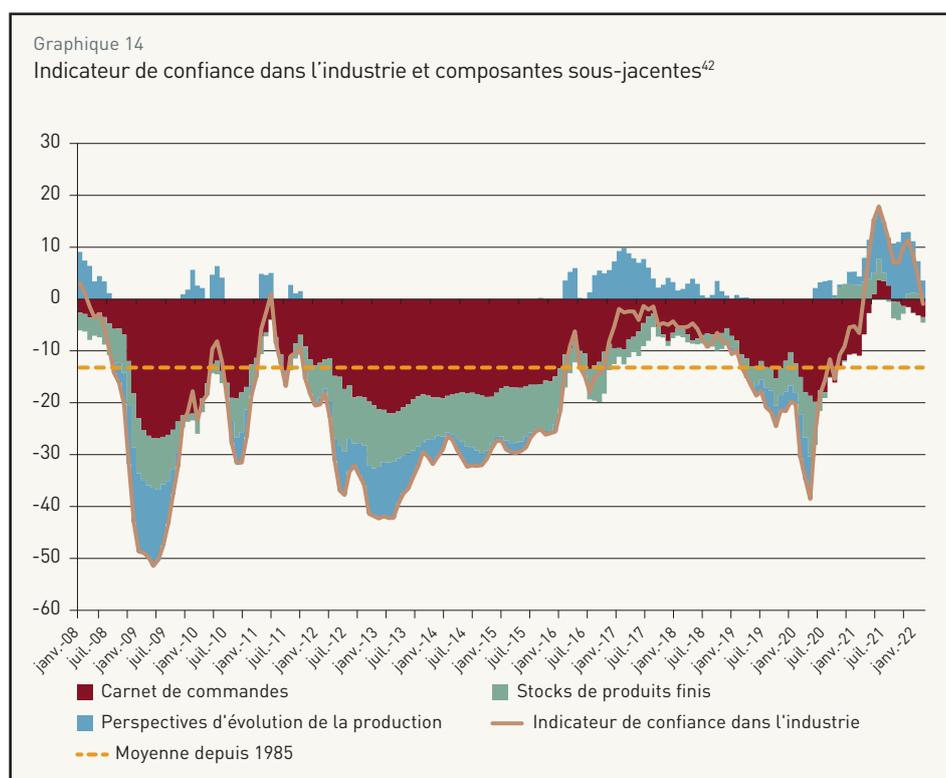
Sources : STATEC, calculs BCL

40 Il convient de noter que certaines entreprises, dont par exemple celles issues de l'industrie manufacturière, continueront à bénéficier du régime « normal » de chômage partiel (de source conjoncturelle, structurelle ou pour cas de force majeure), au-delà de cette date.

41 Le recul en 2020 correspond aussi à la chute la plus importante depuis la crise financière (-16% en 2009).

premières estimations, la production dans l'ensemble de l'industrie aurait progressé de 0,2% par rapport à la même période de l'année précédente.

L'activité dans le secteur de la construction a aussi fortement rebondi en 2021, mais, à l'instar de l'industrie, son niveau en fin d'année 2021 est resté en dessous du niveau pré-pandémique. Ainsi, la production par jour ouvrable et les heures travaillées ont progressé de l'ordre de 6%, contre une chute de plus de 8% en 2020. L'activité a été particulièrement atone lors de la deuxième moitié de l'année 2021 avec des taux de variation négatifs en glissement annuel. Le nombre de permis de bâtir a augmenté de presque 20% sur l'ensemble de l'année 2021.



Sources : Commission européenne, calculs BCL

L'indicateur de confiance dans l'industrie a atteint des niveaux historiquement élevés en 2021 (voir le graphique 14). Malgré une tendance baissière depuis la deuxième moitié de l'année 2021, il s'affichait fin mai 2022 à un niveau supérieur à la moyenne à long terme. L'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022 a provoqué un ralentissement additionnel de l'indicateur synthétique mais qui, somme toute, est nettement moindre que celui observé, par exemple, pour l'indicateur de confiance des consommateurs (voir le graphique 16). Les perspectives de production pour les prochains mois et les carnets de commandes restent à des niveaux historiquement élevés, malgré leur baisse non négligeable depuis le dernier trimestre de 2021. Le niveau des stocks de produits finis reste quant à eux à un niveau assez bas. Globalement, il semble donc que la demande pour les produits industriels reste élevée, ce qui est de bon augure pour la production industrielle dans les prochains mois.

Par ailleurs, au tournant de l'année 2021/2022, les anticipations relatives à l'évolution des prix de vente de produits industriels ont atteint des niveaux historiquement élevés. Cette tendance peut refléter l'incidence de la hausse des prix des entrants (prix de l'énergie, autres matières premières), mais elle suggère aussi que l'environnement économique – la forte demande conjuguée à des problèmes dans les chaînes d'approvisionnement – est propice à une hausse des prix de vente.

Les chefs d'entreprise s'inquiètent surtout des problèmes d'approvisionnement et, selon les enquêtes de conjoncture trimestrielles, leur production serait inhibée par un manque de matériel et d'équipement ainsi que de main-d'œuvre qualifiée. Leurs inquiétudes sont apparues avec la pandémie en

⁴² L'indicateur de confiance dans l'industrie est obtenu par la moyenne arithmétique des valeurs mensuelles des composantes suivantes : Carnets de commandes, Stocks de produits finis (avec le signe inverse), Tendances de la production au cours des trois prochains mois. Une augmentation des stocks de produits finis contribue donc négativement à l'indicateur de confiance (et vice versa). La dernière observation de cet indicateur date de mai 2022 ; toutes les séries (sauf la moyenne historique) sont présentées sous forme de moyennes mobiles sur 3 mois.

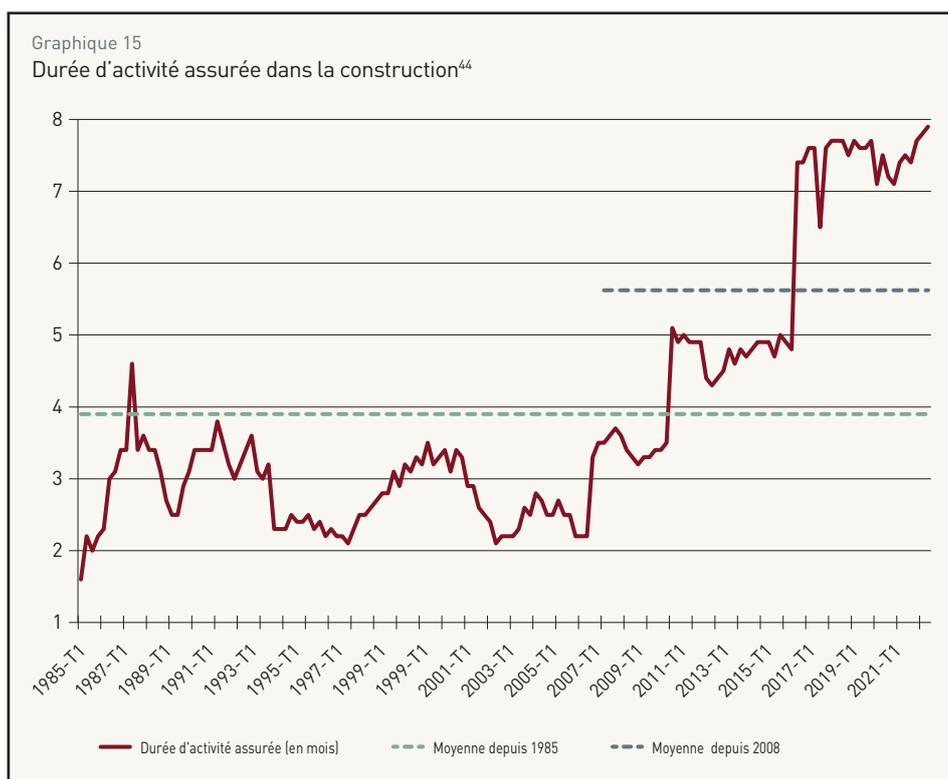
2020-2021, mais elles restent à des niveaux élevés en 2022. Ces enquêtes suggèrent aussi qu'une insuffisance de la demande n'est pas un facteur majeur qui gênerait la production.

Dans la construction, l'indicateur de confiance⁴³ issu des enquêtes de conjoncture s'est établi depuis 2021 à des niveaux très élevés. Au deuxième trimestre 2022, il a légèrement baissé, sans doute dans le contexte de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, mais il reste nettement au-dessus de sa moyenne historique. Par ailleurs, selon les chefs d'entreprise, les carnets de commandes actuels devraient assurer la production pour environ 8 mois, ce qui, historiquement, est une période très longue (voir le graphique 15). L'activité dans la construction, qui est largement déterminée par les facteurs domestiques, et notamment la forte demande pour les logements, devrait donc rester orientée positivement au cours des prochains mois.

Cependant, à l'instar de l'industrie, les chefs d'entreprises dans la construction s'inquiètent aussi de leur offre, une inquiétude découlant d'une évolution défavorable de facteurs en amont de la chaîne de production. En mai, une firme sur dix affirmait être négativement impactée par la pénurie de matières premières et d'équipement. Puis, deux tiers des constructeurs signalaient une pénurie de main-d'œuvre, ce qui est sans doute une conséquence directe de la hausse de l'emploi dans l'économie dans son ensemble et du recul du taux de chômage à un niveau assez bas. L'emploi dans la construction devrait

évoluer favorablement pourvu que les entreprises trouvent les talents nécessaires. En tout cas, les anticipations des chefs d'entreprise pour l'emploi sur les trois prochains mois restent optimistes.

Le contexte macroéconomique général, à savoir la forte demande confrontée à une offre limitée, conjuguée à la forte hausse des prix de l'énergie, est susceptible d'avoir des répercussions sur les prix à la construction. Ceux-ci ont déjà augmenté fortement en octobre 2021 (voir le tableau 4) et cette tendance s'est potentiellement poursuivie au premier semestre 2022. Dans les enquêtes de conjoncture, les anticipations des chefs d'entreprises quant à l'évolution de leurs prix de vente se sont envolées depuis le début de l'année 2021. Au deuxième trimestre 2022, ces estimations ont encore progressé pour atteindre de nouveaux niveaux records.



Sources : Commission européenne, calculs BCL

43 La valeur mensuelle de l'indicateur de confiance dans la construction est obtenue par la moyenne arithmétique des valeurs mensuelles des composantes suivantes : État du carnet de commandes (travaux en cours et commandes nouvelles) et Perspectives d'évolution de l'emploi au cours des trois prochains mois.

44 Il s'agit des travaux en cours et ceux encore à effectuer, dans l'hypothèse d'un rythme de travail normal. La dernière observation de cet indicateur concerne le deuxième trimestre de 2022.

1.2.3.2 Le commerce et les autres services non financiers

Dans un contexte général de reprise économique, l'année 2021 a été particulièrement prolifique pour le commerce. Après avoir enregistré de fortes baisses en 2020 suite à l'apparition de la COVID-19 et aux mesures de confinement qui ont suivi, toutes les branches du commerce ont vu leur chiffre d'affaires se redresser en 2021 (voir tableau 8). Les données disponibles pour le premier trimestre 2022 indiquent une poursuite de cette amélioration. Les ventes au détail corrigées des ventes de carburants en magasins spécialisés (VCMS) et des ventes par correspondance (VPC) ont ainsi progressé de 3,5% au premier trimestre 2022. Pris dans sa globalité, le commerce de détail (y compris VPC et VCMC) affiche un chiffre d'affaires en progression de plus de 10% sur les trois premiers mois de l'année. La croissance des ventes dans le commerce de gros est demeurée de son côté vigoureuse, en continuant à progresser à plus de 20% sur les trois premiers mois de l'année. Enfin, le commerce et la réparation d'automobiles et de motocycles ont progressé de 3,5% sur la même période.

En termes de nouvelles immatriculations automobiles, le constat est plus alarmant. Rappelons que le contexte général de pénurie de semi-conducteurs, associé à des contraintes logistiques, pèse sur la production automobile mondiale depuis la mi-2021. L'invasion russe de l'Ukraine a par ailleurs aggravé la situation dans la mesure où ces deux pays sont fortement intégrés dans les chaînes de production automobile mondiales⁴⁵. Il en résulte que la production de véhicules est limitée et les délais de livraison sont en forte hausse par rapport à la normale. Ainsi, depuis juin 2021, les variations annuelles des immatriculations automobiles du Luxembourg sont négatives. En moyenne annuelle, elles ont reculé de 1,8% en 2021. Sur les quatre premiers mois de l'année 2022, la baisse atteint 12,5%. Les statistiques couvrant l'Union européenne font de leur côté état d'un recul de 14% des immatriculations sur les quatre premiers mois de l'année 2022, après un repli de 2,4% en moyenne annuelle en 2021.

Le secteur de l'hôtellerie-restauration, touché de plein fouet par la pandémie, a vu les évolutions de son chiffre d'affaires demeurer en territoire négatif de mars 2020 à mars 2021. En raison de ces effets de base favorables, en moyenne annuelle, le chiffre d'affaires a enregistré une hausse de plus de 11% en 2021. Si, sur les trois premiers mois de l'année 2022, les ventes dans l'hôtellerie-restauration ont fortement progressé, il n'en reste pas moins que ce secteur n'a pas encore retrouvé des niveaux d'activité décents. Le chiffre d'affaires du premier trimestre 2022 atteint un peu moins de 85% du montant qui prévalait en moyenne trois ans auparavant (soit entre janvier et mars 2019).

Le secteur des transports a enregistré de son côté des évolutions globalement positives sur l'ensemble de l'année 2021 et le début de l'année 2022 – les ventes s'inscrivant en moyenne en hausse par rapport aux montants observés sur la même période en 2019 et en 2020 – entraînant dans son sillage le secteur de l'entrepôt et des services auxiliaires des transports. La forte hausse en 2020 du chiffre d'affaires dans le transport aérien, qui s'était expliquée par le montant record des recettes d'un acteur majeur du fret aérien, s'est confirmée en 2021 ainsi que sur les trois premiers mois de l'année 2022.

45 En effet, la Russie est le troisième producteur mondial de nickel – élément essentiel à la fabrication de batteries pour véhicules électriques; le second producteur mondial de palladium – qui sert notamment à la fabrication des convertisseurs catalytiques utilisés dans l'automobile; le troisième producteur mondial d'aluminium – qui est également utilisé par l'industrie automobile; et, l'Ukraine est un fournisseur de systèmes de câblages électroniques à destination de l'industrie automobile allemande.

Tableau 8 :

Immatriculations de voitures et chiffre d'affaires dans différents secteurs* (en taux de variation annuel)

| | 2020 | 2021 | 2021-T1 | 2021-T2 | 2021-T3 | 2021-T4 | 2022-T1 |
|---|-------|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Immatriculations de voitures | -17,9 | -1,8 | 4,6 | 44,5 | -26,6 | -16,0 | -8,9 |
| Commerce et réparation d'automobiles et de motocycles | -7,2 | 11,9 | 11,7 | 44,6 | -4,4 | 2,0 | 3,5 |
| Commerce de gros hors automobiles et motocycles | -14,7 | 28,4 | 7,6 | 48,8 | 35,0 | 27,2 | 23,7 |
| Commerce de détail | -3,2 | 14,0 | 7,7 | 32,5 | 6,1 | 12,5 | 10,2 |
| Commerce de détail (corrige de l'effet VPC et VCMS)** | 2,1 | 10,0 | 11,9 | 24,2 | 1,4 | 5,2 | 3,5 |
| Hôtels et restaurants | -36,6 | 11,5 | -49,9 | 73,7 | 15,2 | 46,5 | 96,0 |
| Transports aériens | 15,3 | 46,2 | 68,5 | 35,8 | 54,4 | 36,5 | 25,8 |
| Transports par eau | -4,8 | 1,1 | -11,9 | -10,0 | 32,2 | -0,2 | 8,7 |
| Transports terrestres | -8,9 | 13,1 | 5,5 | 22,9 | 10,0 | 14,6 | 5,3 |
| Entreposage et services auxiliaires des transports | 7,1 | 22,9 | 16,5 | 19,7 | 24,3 | 29,7 | 22,5 |

* En valeur

** VPC : ventes par correspondance ; VCMS : ventes de carburants en magasins spécialisés.

Note : Les secteurs du commerce, des transports et de l'entreposage ainsi que de l'hôtellerie-restauration représentaient en 2021 près de 16 % de la valeur ajoutée du secteur des services non financiers (codes NACE G à N).

Sources : STATEC, calculs BCL

1.2.3.3 L'enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs

L'indicateur de confiance des consommateurs du Luxembourg avait atteint en juin 2021 son niveau le plus élevé depuis mars 2019, avant de revenir à la baisse. En mars 2022, il a enregistré une baisse qui l'a conduit à rejoindre son minimum historique datant d'avril 2020, soit le début de la pandémie. En dépit de deux hausses successives en avril et mai 2022, l'indicateur de confiance continue d'évoluer à des niveaux extrêmement bas (voir graphique).

Sur les cinq premiers mois de l'année 2022, les évolutions des quatre composantes de l'indicateur de confiance sont apparues contrastées⁴⁶. Les anticipations des agents relatives à la situation économique générale au Luxembourg, qui avaient enregistré une baisse record de 42 points en mars 2022, ne se sont que très partiellement redressées. Selon les dernières données disponibles, à l'issue du mois de mai, elles n'ont récupéré que 13 points. Les perceptions et anticipations des ménages relatives à leur situation financière avaient, quant à elles, commencé à se dégrader dès le mois de février 2022. Les trois mois consécutifs de baisse qu'elles ont enregistré les ont conduites à des minimums historiques au mois d'avril 2022. De leur côté, les intentions en termes d'achats importants ont en moyenne très peu évolué entre les mois de mars et de mai derniers par rapport à leur niveau de janvier 2022.

Plusieurs facteurs seraient susceptibles de peser sur la confiance des ménages. Il s'agit en particulier de la fin du chômage partiel prévue pour la fin juin 2022, du niveau élevé de l'inflation et plus particulièrement des prix de certains biens alimentaires et énergétiques, des incidences de l'accord tripartite

46 Les données détaillées sont disponibles sur le site internet de la Banque centrale du Luxembourg à l'adresse suivante : https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/05_Economie_reelle/05_05_Tableau.xls

sur le pouvoir d'achat⁴⁷ et, surtout, de l'incertitude relative à l'issue de la guerre en Ukraine. De manière plus générale et en conséquence de l'invasion russe de l'Ukraine, l'environnement international et les perspectives économiques se sont dramatiquement dégradés depuis le mois de février.

Dans son ensemble, l'effondrement de la confiance des consommateurs coïncide avec l'entrée en guerre de la Russie et résulte principalement de la composante relative à la situation économique générale au Luxembourg. Deuxièmement, le sentiment de confiance des ménages s'est dégradé nettement plus que dans les branches de l'industrie et de la construction (voir notamment sous 1.2.3), bien que ces branches soient aussi impactées, directement ou indirectement, par le conflit en Ukraine. Sur cette base, il se pourrait donc que l'effondrement de la confiance des ménages soit temporaire et pourrait ne pas avoir de répercussions durables sur leurs dépenses de consommation.

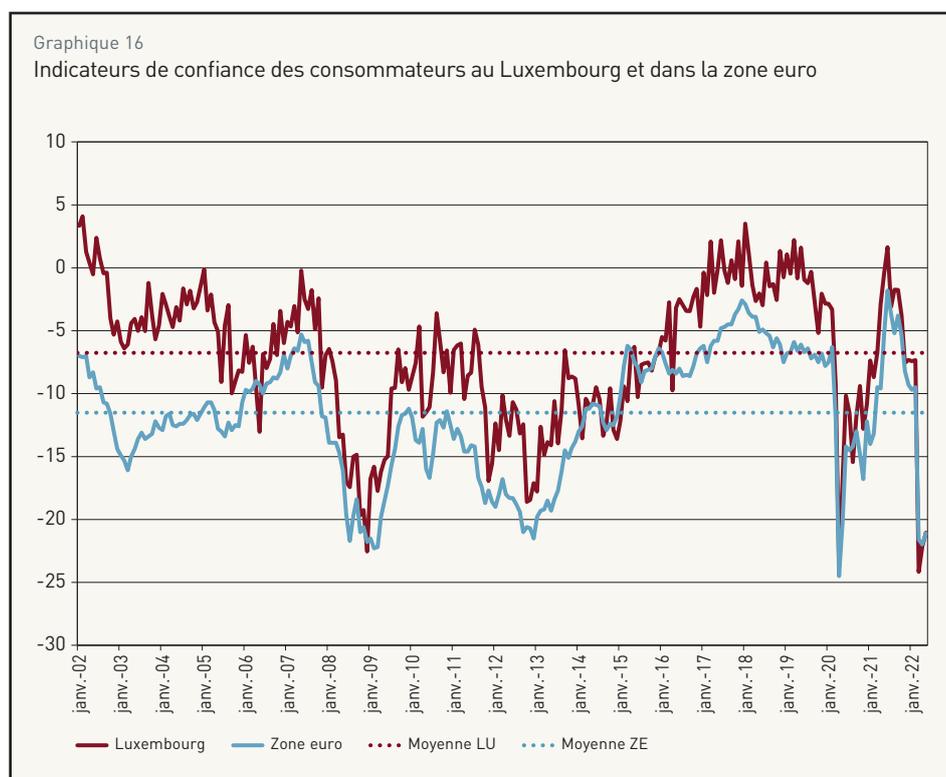
L'indicateur de confiance des consommateurs de la zone euro, qui avait atteint son record historique en juin 2021, s'est depuis inscrit en baisse de manière quasi continue. La forte baisse enregistrée par la confiance des consommateurs de la zone euro en mars 2022 ne s'est pas encore résorbée, dans la mesure où un nouveau recul a été enregistré en avril, suivi d'une faible progression le mois suivant. Au final, par rapport à son niveau de janvier 2022, la confiance des consommateurs de la zone euro affiche un recul de 11 points. Comme pour le Luxembourg, la composante relative à la situation économique générale est celle qui s'est le plus dégradée depuis le début de l'année, tandis que celle relative aux intentions en termes d'achats importants a fait preuve de plus de résilience.

1.2.4 Le secteur financier

1.2.4.1 Les établissements de crédit

L'évolution du nombre d'établissements de crédit

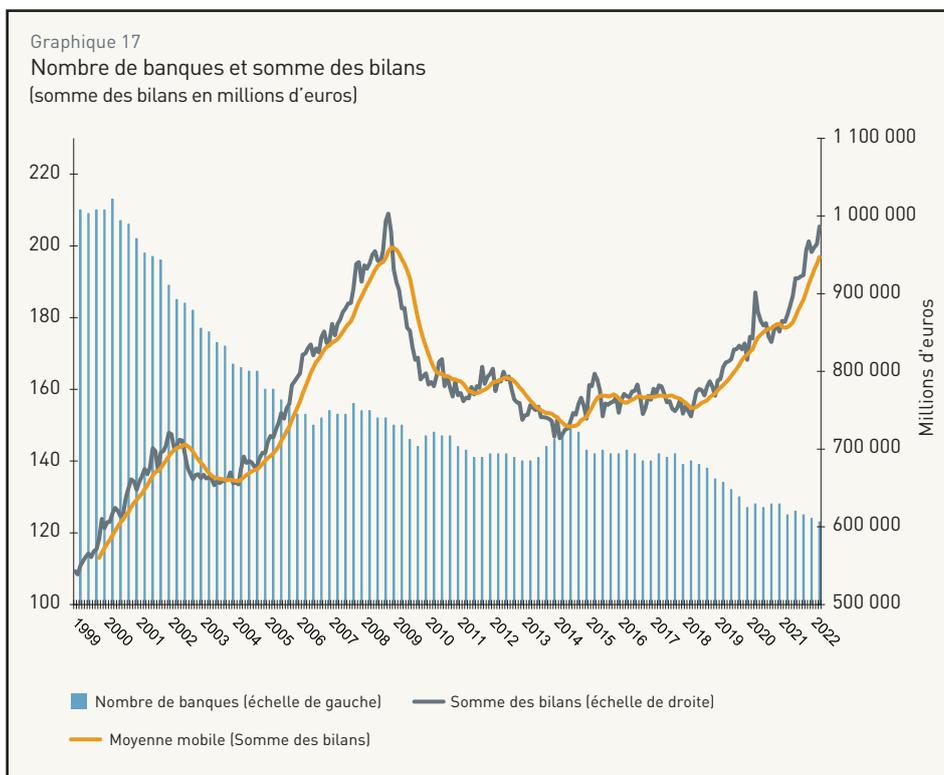
Au 31 mars 2022, le nombre d'établissements de crédit inscrits sur la liste officielle s'est élevé à 123 unités, par rapport à 124 en décembre 2021. En ce qui concerne la répartition géographique, les



Sources : BCL, Commission européenne

⁴⁷ La modulation du mécanisme d'indexation des salaires comme prévu dans l'accord tripartite du 31 mars 2022 touche tous les employés au Luxembourg et impacte leur pouvoir d'achat. Néanmoins, le gouvernement a aussi instauré des mesures de soutien en faveur des ménages les plus vulnérables à la hausse de la facture énergétique et dont la compensation – sous forme de crédits d'impôt – est plus importante que l'incidence à la baisse qui résulte du report temporaire d'une tranche indiciaire (voir aussi section 1.2.8).

Graphique 17
 Nombre de banques et somme des bilans
 (somme des bilans en millions d'euros)



Source : BCL

établissements de crédit établis au Luxembourg proviennent de 26 pays différents. Les établissements allemands dominent le paysage bancaire de la place financière avec 22 entités, suivis par les établissements chinois (15 entités), français (13 entités) et suisses (12 entités). 9 établissements de crédit sur les 123 sont d'origine luxembourgeoise.

L'évolution de l'effectif dans les établissements de crédit

Si, entre fin 2015 et fin 2019, l'emploi dans le secteur bancaire affichait une tendance globalement haussière, une inversion de tendance s'est manifestée depuis le début 2020. Ceci semble être la conséquence de réorganisations structurelles de groupes bancaires au niveau européen à la suite du Brexit, plutôt qu'une conséquence de la pandémie de COVID-19. À la

fin du premier trimestre 2022, l'emploi dans le secteur bancaire affiche une hausse par rapport au trimestre précédent et s'élève à 26 090 individus, c'est-à-dire une hausse de 124 emplois sur un trimestre. L'évolution annuelle est négative sur le premier trimestre 2022 avec un nombre d'employés en diminution de 55 postes par rapport au 31 mars 2021.

Le bilan des établissements de crédit

Au 31 mars 2022, l'activité bancaire, mesurée par le biais de la somme des bilans de l'ensemble des établissements de crédit présents sur le territoire luxembourgeois, s'est élevée à 986,6 milliards d'euros. Le total bilantaire a enregistré, sur une base annuelle, une hausse de 113,8 milliards d'euros, soit 13,0%, par rapport au 31 mars 2021.

Évolution des principaux postes de l'actif

Les créances interbancaires ont représenté plus de la moitié (54,7%) du total de l'actif fin mars 2022. Ces créances ont augmenté de 71,9 milliards d'euros pour porter l'encours à 539,4 milliards d'euros, soit une hausse de 15,4% en glissement annuel.

Les établissements de crédit luxembourgeois ont augmenté leurs dépôts auprès de la BCL de 48,1 milliards d'euros en rythme annuel pour atteindre 253,6 milliards d'euros fin mars 2022. Ce montant se décompose en 147,1 milliards d'euros sur les comptes courants et 106,5 milliards dans la facilité de dépôt. Les excédents de réserves, qui sont compris dans le montant des comptes courants, ainsi que les montants déposés dans la facilité de dépôt, ont enregistré une nouvelle hausse en rythme annuel,

Tableau 9 :

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan et leur évolution

(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

| ACTIFS | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS EN % | | | | POIDS RELATIF |
|---------------------------|------------------------------|---------|---------|------------------------------------|------|---------------------|------|---------------|
| | 202103 | 202112 | 202203 | 202103-202203 | | 202112-202203 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Créances interbancaires | 467 530 | 532 766 | 539 383 | 71 853 | 15,4 | 6 617 | 1,2 | 54,7 |
| Créances sur la clientèle | 243 205 | 259 891 | 280 474 | 37 269 | 15,3 | 20 583 | 7,9 | 28,4 |
| Portefeuille titres | 139 594 | 139 888 | 138 950 | -644 | -0,5 | -937 | -0,7 | 14,1 |
| Autres actifs | 22 454 | 21 147 | 27 761 | 5 307 | 23,6 | 6 614 | 31,3 | 2,8 |
| Total de l'actif | 872 783 | 953 692 | 986 568 | 113 785 | 13,0 | 32 876 | 3,4 | 100,0 |

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

et ce, malgré le fait que le taux d'intérêt appliqué ait été négatif sur cette même période. Pour la période de constitution des réserves obligatoires prenant fin le 19 avril 2022, leur montant moyen a été de 6,2 milliards d'euros, auxquelles se sont ajoutées des réserves excédentaires moyennes de 144,7 milliards d'euros.

Les créances sur la clientèle non bancaire ont augmenté de 37,3 milliards d'euros en glissement annuel, soit une hausse de 15,3 %, pour atteindre un encours de 280,5 milliards d'euros fin mars 2022. Entre mars 2021 et mars 2022, les banques de la Place ont réduit l'octroi de crédits aux entreprises non financières résidant au Luxembourg à concurrence de 251 millions d'euros, soit une diminution de 0,9 %. Le crédit immobilier aux ménages luxembourgeois, ainsi qu'aux institutions sans but lucratif au service des ménages (ISBLM), a augmenté de 3,3 milliards d'euros sur douze mois, soit une hausse de 8,9 %.

Le portefeuille de titres financiers détenus à l'actif a diminué de 644 millions d'euros par rapport à l'année précédente pour atteindre un montant de 138,9 milliards d'euros fin mars 2022. Ce portefeuille a représenté 14,1 % du total de l'actif en fin de période et s'est composé à 92 % de titres de créance à revenu fixe et à 8 % de titres à revenu variable comprenant des actions, participations et parts d'OPC monétaires. Fin mars 2022, le portefeuille obligataire a atteint un montant de 127,8 milliards d'euros, ce qui correspond à une baisse nominale de 1,7 milliard d'euros (1,33 %) en rythme annuel. Le portefeuille de titres à revenu variable a progressé de 1,1 milliard d'euros sur cette même période.

Enfin, l'encours des autres actifs financiers, qui comprennent notamment les produits dérivés, a progressé de 5,3 milliards d'euros en rythme annuel pour s'établir à 27,8 milliards d'euros fin mars 2022, soit 2,8 % de l'actif.

Évolution des principaux postes du passif

Le financement interbancaire a progressé de 28,7 milliards d'euros sur une année pour atteindre un encours de 310,4 milliards d'euros fin mars 2022. À titre d'information, le concours de la BCL aux établissements de crédit a augmenté de 12,4 milliards d'euros sur la même période, tandis que les dettes interbancaires hors BCL ont augmenté de 16,2 milliards d'euros. Le solde interbancaire, à l'exclusion des activités auprès de la BCL, a constitué un excédent net d'avoirs interbancaires à concurrence de 7,5 milliards d'euros fin mars 2022.

Tableau 10:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes du passif du bilan et leur évolution

(en millions d'euros, données brutes, encours en fin de période)

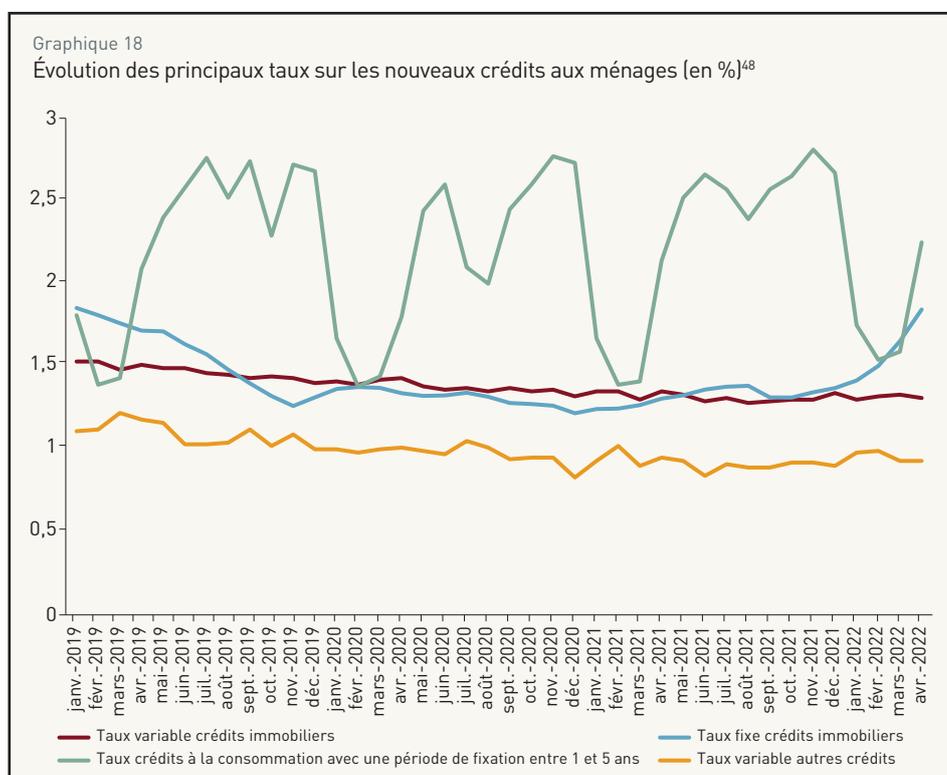
| PASSIFS | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|----------------------------------|------------------------------|---------|---------|------------------------------------|------|---------------------|------|-----------------------------|
| | 202103 | 202112 | 202203 | 202103-202203 | | 202112-202203 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Dettes interbancaires | 281 706 | 307 035 | 310 372 | 28 666 | 10,2 | 3 336 | 1,1 | 31,5 |
| Dettes envers la clientèle | 444 867 | 494 653 | 525 076 | 80 209 | 18,0 | 30 423 | 6,2 | 53,2 |
| Dettes représentées par un titre | 56 960 | 64 119 | 62 136 | 5 176 | 9,1 | -1 983 | -3,1 | 6,3 |
| Autres passifs | 89 251 | 87 885 | 88 984 | -267 | -0,3 | 1 099 | 1,3 | 9,0 |
| Total du passif | 872 783 | 953 692 | 986 568 | 113 785 | 13,0 | 32 876 | 3,4 | 100,0 |

1) Poids relatif par rapport au total des passifs

Source : BCL

Au 31 mars 2021, les dettes envers la clientèle non bancaire ont crû de 80,2 milliards d'euros (soit 18,0 %) en glissement annuel, pour atteindre un encours de 525,1 milliards d'euros. Elles correspondaient ainsi à 53,2 % du total du passif et représentaient la principale source de financement des banques.

Cette évolution est presque intégralement imputable à une hausse conséquente des dépôts de la clientèle résidente dans la zone euro (+72,2 milliards d'euros).



Source : BCL

Le financement par émission de titres de créance a progressé de 5,2 milliards d'euros par rapport à mars 2022 et a représenté 62,1 milliards d'euros en fin de période, soit 6,3 % du total du passif.

Enfin, l'encours des autres passifs financiers, qui comprennent les produits dérivés, a diminué de 267 millions d'euros en rythme annuel pour s'établir à 88,9 milliards d'euros fin mars 2021, soit 9,0 % du passif.

Taux d'intérêt

Selon les chiffres disponibles relatifs au mois d'avril 2022, les taux d'intérêt appliqués aux crédits nouvellement octroyés par les banques luxembourgeoises aux ménages et aux entreprises de la zone euro

sont restés globalement stables. Toutefois, une tendance haussière se profile du côté des taux fixes sur les crédits immobiliers.⁴⁸

Le taux variable des nouveaux crédits immobiliers aux ménages s'est inscrit à 1,31 % au mois d'avril 2022, assez stable donc comparé au taux de 1,33 % enregistré le mois précédent, tandis que le volume d'activité mensuelle était évalué à 267 millions d'euros en avril 2022, contre 280 millions d'euros un an auparavant. Le taux fixe sur les crédits immobiliers a atteint 1,85 % durant le mois d'avril 2022, ce qui représente une hausse de 47 points de base par rapport à décembre 2021. Le volume de ces crédits s'est inscrit à 419 millions d'euros, en diminution de 162 millions sur un mois et en baisse de 98 millions sur une année.

Il est important de noter que ce taux fixe inclut toutes les périodes de fixation initiale de taux supérieurs à 10 ans et qu'il est calculé sur la base d'un échantillon de banques. Le taux indiqué pour la période de fixation initiale est une moyenne pondérée prenant en compte les volumes des prêts octroyés. Les taux sur des prêts avec des périodes de fixation initiales très longues, par exemple 30 ans, peuvent donc être nettement plus élevés que le taux moyen pondéré.

Les taux variables sur les crédits immobiliers sont restés stables au cours des derniers mois, mais les taux fixes ont progressé de manière très significative, et ce, surtout sur des maturités allant au-delà de 20 ans. Si différents facteurs peuvent expliquer cette évolution divergente, les coûts de refinancement des banques y contribuent sans doute largement. En ce qui concerne les taux variables, ils sont étroitement liés aux taux du marché monétaire qui sont eux-mêmes fortement dépendants des taux directeurs de la Banque centrale européenne. Depuis mars 2016, le taux des opérations principales de refinancement est fixé à 0 % ; depuis 2019, le taux d'intérêt sur la facilité de dépôt est fixé à -0,5 % (voir aussi sous 1.1.1 Les taux d'intérêt à court terme)⁴⁹. En ce qui concerne les taux fixes à long terme sur les crédits immobiliers, leur évolution est davantage influencée par les taux de rendement sur les emprunts publics ayant des maturités similaires. Depuis la fin 2021, on observe une hausse non négligeable de ces taux obligataires. Pour le Luxembourg, le taux à 10 ans a progressé, passant de 0,2 % en décembre 2021 à +1,1 % en avril 2022, soit une hausse de 130 points de base^{50 51}.

Concernant les crédits à la consommation, le taux sur les nouveaux crédits accordés avec une période de fixation comprise entre 1 à 5 ans s'est établi à 2,25 % en avril 2022 pour un volume d'activité de 29 millions d'euros. En comparaison annuelle, ce taux d'intérêt a augmenté de 11 points de base tandis que le volume d'activité a, quant à lui, diminué de 3 millions d'euros.

Comme illustré sur le graphique ci-dessus, cette série est marquée par d'importants effets saisonniers en raison des conditions avantageuses offertes par les banques durant le traditionnel festival de l'automobile qui persistent au premier trimestre. Ces conditions se traduisent typiquement par une baisse des taux sur les nouveaux contrats conclus ainsi que par une hausse des volumes entre les mois de janvier et mars.

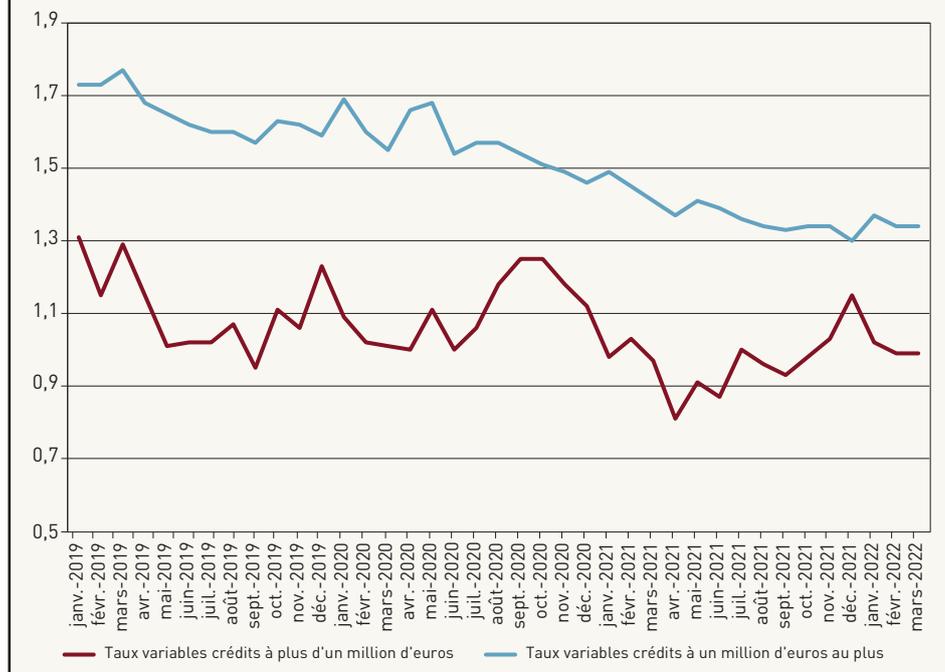
48 Pour les données, voir le tableau 3.1 sur le site de la BCL (https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/03_marche_capitaux_interets/03_01_Tableau.xlsx).

49 Pour les taux du marché monétaire, voir le tableau 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire disponible sur le site de la BCL (https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/03_marche_capitaux_interets/03_03_Tableau.xls).

50 Pour les taux obligataires à 10 ans d'autres pays, voir le tableau 3.4 Rendements d'emprunts publics sur le site de la BCL (https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/03_marche_capitaux_interets/03_04_Tableau.xls).

51 En pratique, il se pourrait que les banques fondent leur décision quant au niveau des taux fixes sur les crédits immobiliers sur d'autres taux que les taux de rendement des emprunts publics. À titre d'exemple, les taux de swap ICE (pour différentes maturités) sont souvent utilisés comme des taux de référence pour les crédits à taux fixes. Économiquement, ceci n'a toutefois pas d'incidence sur le raisonnement.

Graphique 19
Évolution des principaux taux sur les nouveaux crédits aux sociétés non financières (en %)



Source : BCL

Le taux variable sur la catégorie résiduelle des autres créances aux ménages s'est replié de 2 points de base sur un an pour s'établir à 0,93% en avril 2022. Notons que cette catégorie hétérogène regroupe divers segments d'activité tels que les prêts octroyés aux étudiants, les prêts liés à des investissements financiers ou encore les crédits accordés aux sociétés unipersonnelles et aux associations sans but lucratif au service des ménages. Le volume d'activité mensuel s'est inscrit à 1 092 millions d'euros durant la dernière période de référence, en hausse de 236 millions d'euros en comparaison annuelle.

Les principaux taux d'intérêt des nouveaux prêts aux entreprises ont connu une évolution hétérogène. Le taux variable sur les crédits nouvellement accordés avec une

catégorie de montants inférieurs à un million d'euros, qui reflète les conditions d'emprunt des petites et moyennes entreprises, s'est élevé à 1,33% en avril 2022, contre 1,37% un an auparavant. Le volume d'activité mensuel s'est établi à 809 millions d'euros en avril 2022, en augmentation de 62 millions sur un an.

Le taux variable pour les nouveaux contrats supérieurs à un million d'euros, généralement consentis aux entreprises plus grandes, a atteint 0,96% en avril 2022, contre 0,81% en avril 2021. Le volume de nouveaux prêts s'est inscrit à 3 338 millions d'euros durant la dernière période de référence, en baisse de 1 135 millions d'euros en comparaison mensuelle et en baisse de 778 millions en variation annuelle.

Au niveau du passif des banques, la rémunération des différents instruments de dépôts demeure toujours à des niveaux historiquement bas. Le taux d'intérêt sur les dépôts à vue des ménages s'est établi à 4 points de base en avril 2022, tandis que le taux sur les dépôts à vue des sociétés non financières est en diminution en rythme annuel à -19 points de base.

Concernant l'ouverture de nouveaux dépôts à terme, le taux assorti d'une maturité initiale supérieure à deux ans s'est établi à 114 points de base en avril 2022 pour les ménages et 50 points de base pour les sociétés non financières.

L'évolution des crédits au secteur privé

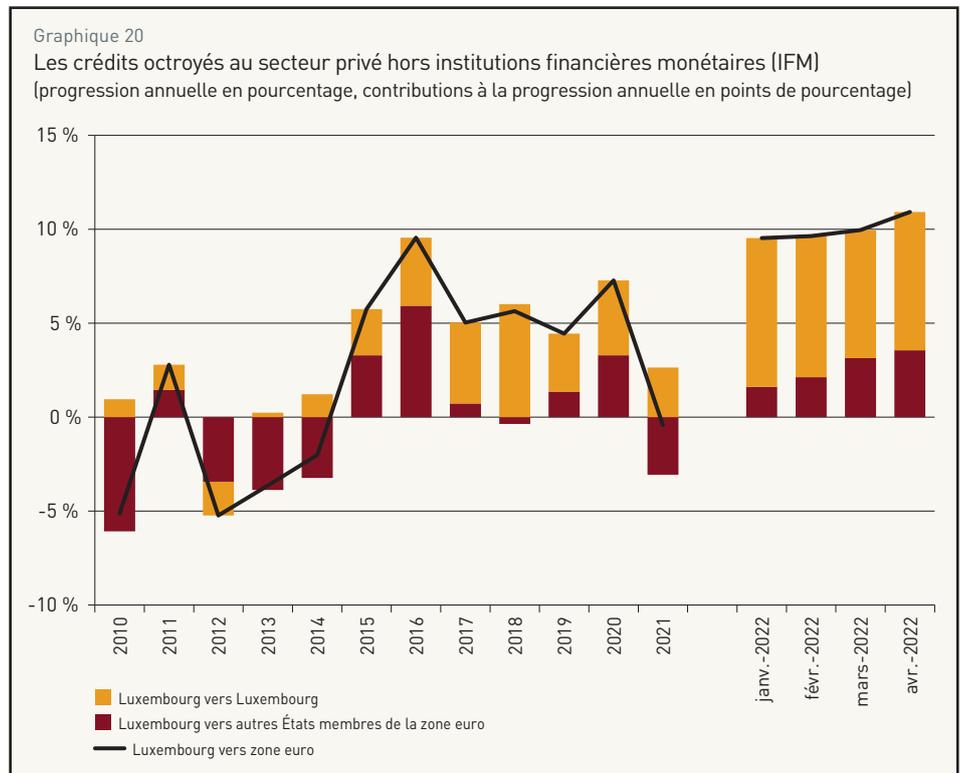
Lors des quatre premiers mois de 2022, les crédits que les banques luxembourgeoises ont octroyés au secteur privé non bancaire de la zone euro ont augmenté de 10,0% sur une base annuelle. Cette nette accélération par rapport à 2021, où les crédits au secteur privé ont baissé de 0,3% en moyenne, est principalement due à deux phénomènes. D'abord, la croissance des crédits aux entreprises est redevenue positive au premier trimestre, après des taux de croissance très négatifs en 2021 (-9,4% sur une

base annuelle en moyenne), ce qui est partiellement imputable à un retournement de l'augmentation significative des fonds mis à disposition des entreprises (majoritairement étrangères) au début de la pandémie. Puis, cette accélération des crédits au secteur privé est également due à des restructurations au sein d'une banque étrangère qui a transféré son activité de crédits au secteur financier luxembourgeois vers sa succursale résidente en début d'année.

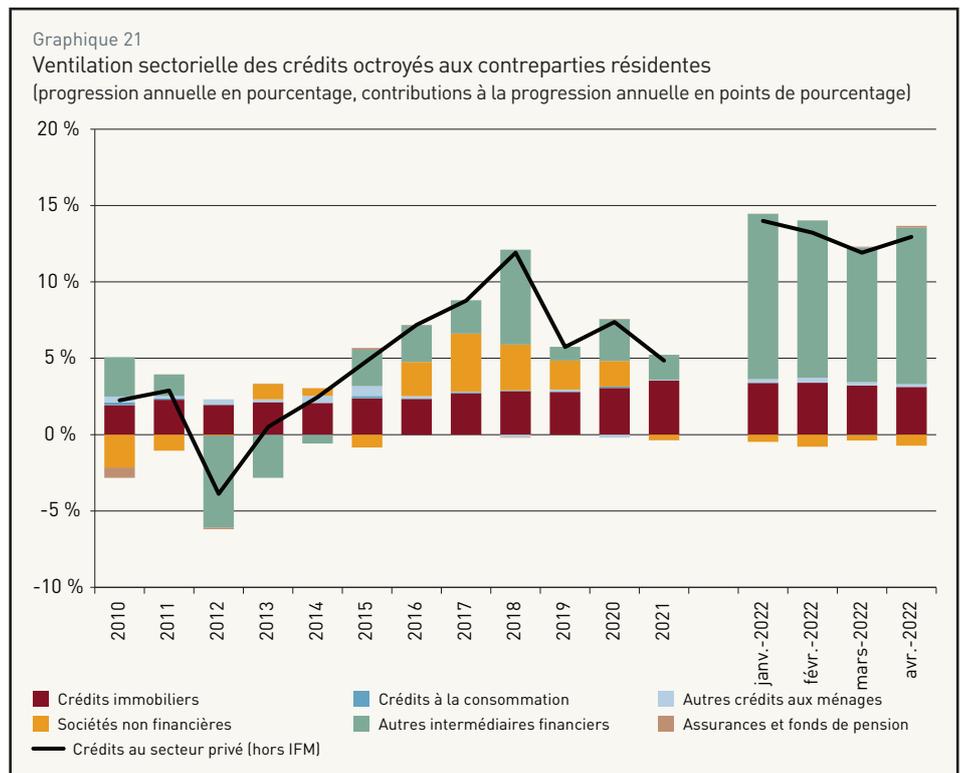
Dans le graphique 20, les contributions au taux de croissance annuel des crédits octroyés au secteur privé sont ventilées selon l'origine géographique des contreparties. La contribution des crédits aux contreparties non résidentes s'est redressée au dernier trimestre 2021 et a continué à augmenter au premier trimestre 2022. La contribution des crédits aux contreparties résidentes est demeurée positive en 2021 et a augmenté au premier trimestre 2022. La hausse des deux contributions est majoritairement attribuable aux phénomènes précités.

Selon les données d'avril 2022, le secteur non financier a absorbé la plupart des crédits octroyés au secteur privé de la zone euro : 37% des encours ont été attribués aux sociétés non financières, 31% aux ménages, principalement pour l'acquisition de biens immobiliers, 30% aux autres intermédiaires financiers (AIF), majoritairement des holdings financières et des fonds d'investissement non monétaires, et seulement une faible partie aux sociétés d'assurances et aux fonds de pension.

Les crédits accordés aux contreparties résidentes ont progressé à



Source : BCL



Source : BCL



un rythme annuel de 13,0 % lors des quatre premiers mois de 2022. Cette nette accélération par rapport à 2021 (voir graphique 21) est largement attribuable aux crédits aux AIF résidents qui ont contribué à hauteur de 10,2 p.p. à la croissance en avril et de 10,0 p.p. au premier trimestre (par rapport à 1,6 p.p. en moyenne en 2021). Ceci est imputable aux activités de restructuration précitées. La contribution des crédits aux sociétés non financières est restée négative avec -0,7 p.p. en avril, par rapport à -0,5 p.p. en moyenne au premier trimestre. Les crédits immobiliers octroyés aux ménages ont contribué à hauteur de 3,1 p.p. en avril (après 3,3 p.p. en moyenne au premier trimestre).

Concernant l'évolution par secteur résident, les crédits immobiliers accordés aux ménages ont progressé de 8,6 % en avril, contre une croissance de 9,2 % en moyenne au premier trimestre. La croissance des crédits immobiliers est donc légèrement en diminution, également par rapport à 2021 où les taux de croissance annuels dépassaient les 11 % au deuxième trimestre.

Les crédits à la consommation ont légèrement augmenté, progressant à un taux annuel de 0,9 % en avril, comparé à 0,7 % en moyenne au premier trimestre. Toutefois, il convient de rappeler que les crédits à la consommation représentent des montants relativement réduits, dont la croissance est marquée par une forte saisonnalité, de sorte que leur évolution doit être appréhendée avec prudence.

Les crédits accordés aux SNF au Luxembourg ont connu une baisse annuelle de -2,6 % en avril par rapport à une diminution de -1,9 % au premier trimestre, une évolution qui est largement imputable aux activités d'un nombre limité de succursales de banques étrangères. La progression annuelle des crédits octroyés aux AIF résidents était de 33,3 % en avril, contre 32,5 % au premier trimestre.

L'enquête sur la distribution du crédit bancaire⁵²

Selon les banques au Luxembourg, les critères d'octroi⁵³ pour les prêts aux entreprises sont restés inchangés au cours du premier trimestre 2022⁵⁴. Cependant, les banques ont déclaré avoir légèrement durci leurs critères d'octroi pour les prêts au logement et pour les prêts à la consommation aux ménages. Pour le deuxième trimestre 2022, les banques ont anticipé un durcissement des critères d'octroi pour les prêts aux entreprises, ainsi qu'un durcissement supplémentaire pour les prêts aux ménages.

La demande de prêts des entreprises est restée globalement inchangée au premier trimestre 2022. Pour les prêts au logement et pour les prêts à la consommation, les banques ont noté une baisse de la demande. Les banques attribuent ces baisses, entre autres, à une diminution de la confiance des consommateurs et, pour les prêts immobiliers, à un changement du régime réglementaire et fiscal. Pour le deuxième trimestre 2022, les banques ont anticipé une augmentation de la demande de la part des entreprises, mais une nouvelle baisse de la demande émanant des ménages, que ce soit pour les prêts au logement ou pour les prêts à la consommation.

52 Depuis janvier 2003, l'Eurosystème effectue chaque trimestre une enquête sur la distribution du crédit bancaire (Bank Lending Survey, BLS) auprès d'un échantillon représentatif de banques de la zone euro. Les responsables de l'allocation de crédits auprès de ces banques répondent à un questionnaire de nature qualitative destiné à collecter des informations harmonisées relatives aux évolutions des politiques de crédit des banques. L'enquête contient aussi des questions sur les conditions de l'offre et de la demande de crédits.

Lors de l'édition d'avril 2022, 146 banques ont participé à l'enquête au sein de la zone euro, dont six au Luxembourg. Le questionnaire est disponible en anglais à l'adresse suivante : https://www.ecb.europa.eu/stats/pdf/bls_questionnaire_201804.pdf.

Les résultats pour le Luxembourg sont disponibles dans l'Entrepôt de données statistiques (Statistical data warehouse (SDW)) de la BCE.

53 Les critères d'octroi des crédits sont les directives ou les critères internes selon lesquels une banque octroie les crédits. Ils sont fixés préalablement à la négociation relative aux conditions du crédit et à la décision d'octroi ou de refus.

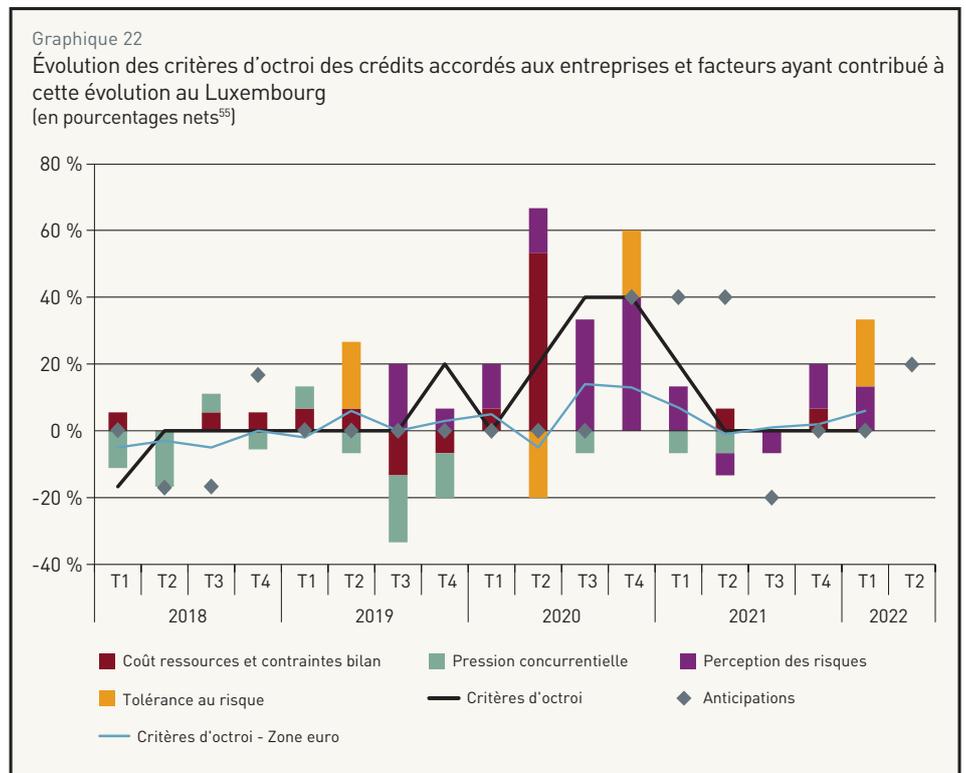
54 L'enquête BLS d'avril a été menée du 7 au 22 mars 2022. Les questions sur les «trois derniers mois» font référence à la période comprise entre janvier et mars 2022. Les questions sur les «trois prochains mois» font référence à la période allant d'avril à juin 2022.

Crédits accordés aux entreprises

Pour les prêts aux entreprises, les banques ont déclaré qu'elles n'ont pas changé les critères d'octroi au cours du premier trimestre 2022 (graphique 22). Plus précisément, les critères d'octroi sont restés au même niveau pour toutes les sous-catégories de prêts aux entreprises (prêts aux PME, prêts aux grandes entreprises, prêts à court terme et prêts à long terme). Toutefois, les banques ont indiqué un effet durcissant provenant de leur perception des risques liés à la situation et aux perspectives économiques globales, en particulier celles liées au secteur des entreprises, ainsi que de leur tolérance au risque.

Concernant les conditions d'octroi⁵⁶ des prêts aux entreprises, les banques ont déclaré qu'elles ont augmenté leurs marges sur les prêts plus risqués et sur les prêts de risque moyen au cours du premier trimestre 2022. Elles ont également augmenté les frais liés aux prêts.

Les banques ont estimé que la demande de prêts émanant des entreprises est restée inchangée au cours du premier trimestre 2022 (graphique 23). Cependant, la demande pour les prêts à court terme a légèrement augmenté (+20%), ce que les banques ont attribué surtout aux besoins de financement pour les fonds de roulement et pour des restructurations.



Note : « Coût des ressources et contraintes d'équilibre du bilan » est la moyenne non pondérée des éléments « Coûts liés au montant des fonds propres », « Capacité d'accès aux financements de marché » et « Position de liquidité ». « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques », « Concurrence d'institutions non bancaires » et « Concurrence des financements de marché ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Situation et perspectives spécifiques du secteur ou des entreprises » et « Risques relatifs aux garanties requises ».

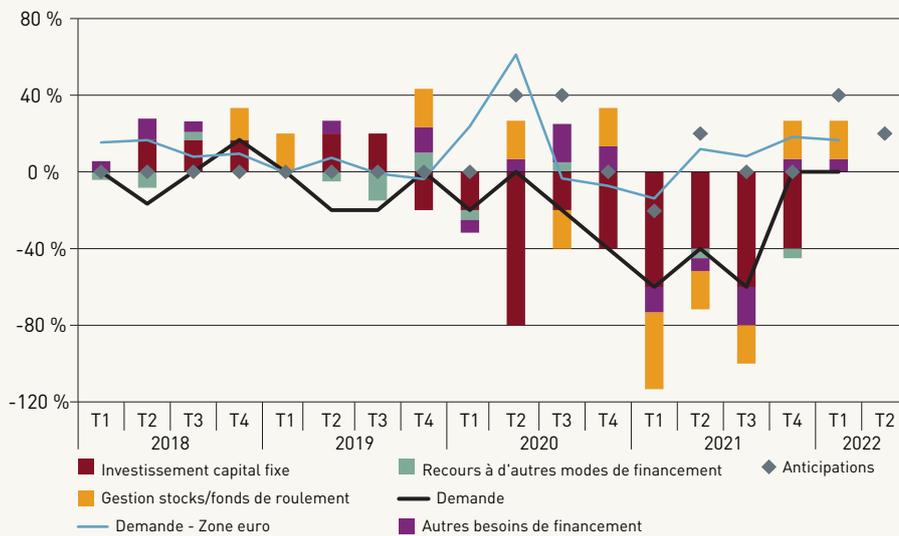
Source : BCL

55 Concernant les critères d'octroi, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que les critères se sont « sensiblement durcis » ou « quelque peu durcis » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses signalant que les critères se sont « quelque peu assouplis » ou « sensiblement assouplis ». Quant aux facteurs affectant les critères d'octroi, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à un durcissement et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à un assouplissement.

56 Les conditions d'octroi des crédits se réfèrent aux conditions d'un crédit que la banque est prête à octroyer, c'est-à-dire les conditions du crédit réellement approuvées ainsi que déterminées dans le contrat de prêt qui avait été conclu entre la banque (le prêteur) et l'emprunteur.

Graphique 23

Évolution de la demande de crédits provenant des entreprises et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets⁵⁷)



Note : « Recours à d'autres modes de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financements internes », « Prêts bancaires », « Prêts non bancaires », « Émission ou remboursement de titres de créances » et « Émission ou remboursement d'actions ». « Autres besoins de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Gestion des stocks et fonds de roulement », « Fusions/acquisitions et restructurations d'entreprises », « Niveau général des taux d'intérêt » et « Refinancement/restructuration et renégociation de dettes ».

Source : BCL

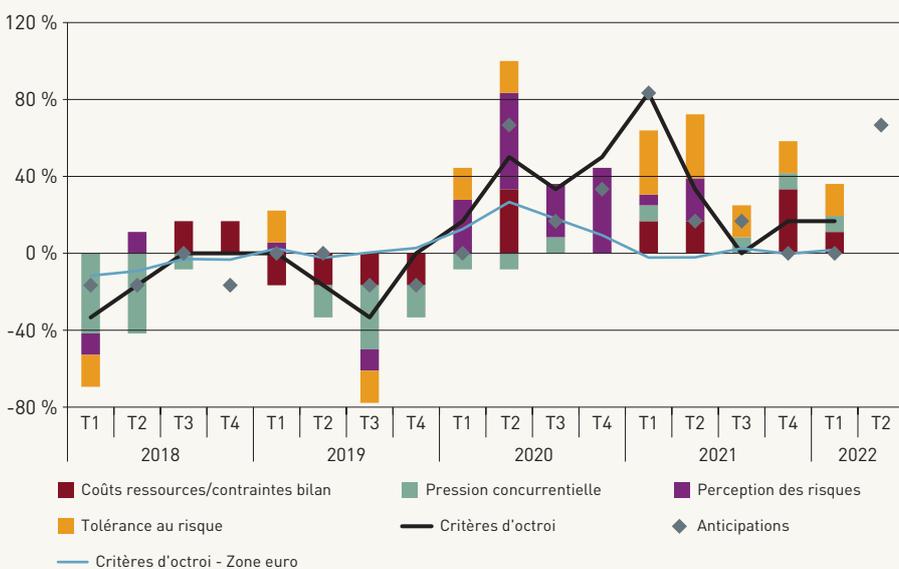
Pour le deuxième trimestre 2022, les banques ont anticipé un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises et une augmentation de la demande de prêts de la part des entreprises.

Crédits à l'habitat accordés aux ménages

Pour les prêts à l'habitat accordés aux ménages, les banques ont déclaré avoir durci leurs critères d'octroi (+17% en pourcentages nets, graphique 24) lors du premier trimestre 2022. Les banques ont attribué ce durcissement à une détérioration de leur tolérance au risque et une augmentation des coûts de leurs fonds propres. Concernant les conditions d'octroi de ces prêts, les banques ont diminué leur quotité d'emprunt (ratio prêt-valeur) et ont augmenté leur demande de garanties. Cependant, elles ont aussi rapporté une réduction de leurs marges sur les prêts de risque moyen.

Graphique 24

Évolution des critères d'octroi des crédits à l'habitat accordés aux ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)



Note : « Pression concurrentielle » est la moyenne non pondérée des éléments « Concurrence d'autres banques » et « Concurrence d'institutions non bancaires ». « Perception des risques » est la moyenne non pondérée des éléments « Situation et perspectives économiques globales », « Perspectives sur le marché de l'immobilier résidentiel, y compris en matière de prix » et « Solvabilité de l'emprunteur ».

Source : BCL

Selon les banques, les ménages auraient diminué leur demande pour les prêts à l'habitat lors du premier trimestre 2022 (-50% en pourcentages nets, graphique 25). Les banques ont attribué cette baisse au régime réglementaire et fiscal applicable au marché immobilier résidentiel, à une baisse de la

57 Concernant la demande de crédits, les pourcentages nets font référence à la différence entre, d'une part, la somme des pourcentages des réponses mentionnant que la demande a « sensiblement augmenté » et « augmenté quelque peu » et, d'autre part, la somme des pourcentages des réponses indiquant que la demande a « diminué quelque peu » et « sensiblement diminué ». Quant aux facteurs affectant la demande de crédits, les pourcentages nets représentent l'écart entre le pourcentage des réponses rapportant qu'un facteur a contribué à une hausse de la demande et le pourcentage des réponses notant qu'un facteur a contribué à une baisse de la demande.

confiance des consommateurs et à une détérioration des perspectives sur le marché de l'immobilier (y compris en matière de prix).

Pour le deuxième trimestre 2022, les banques ont anticipé un nouveau durcissement de leurs critères d'octroi pour les crédits à l'habitat, combiné à une baisse de la demande des ménages pour ces prêts.

Questions ad hoc

Outre les questions régulières, le questionnaire d'avril comprenait différentes questions *ad hoc*. La première s'intéressait à l'impact que la situation sur les marchés financiers a pu avoir sur les conditions auxquelles les banques peuvent accéder au financement de marché et sur leur capacité à transférer le risque.

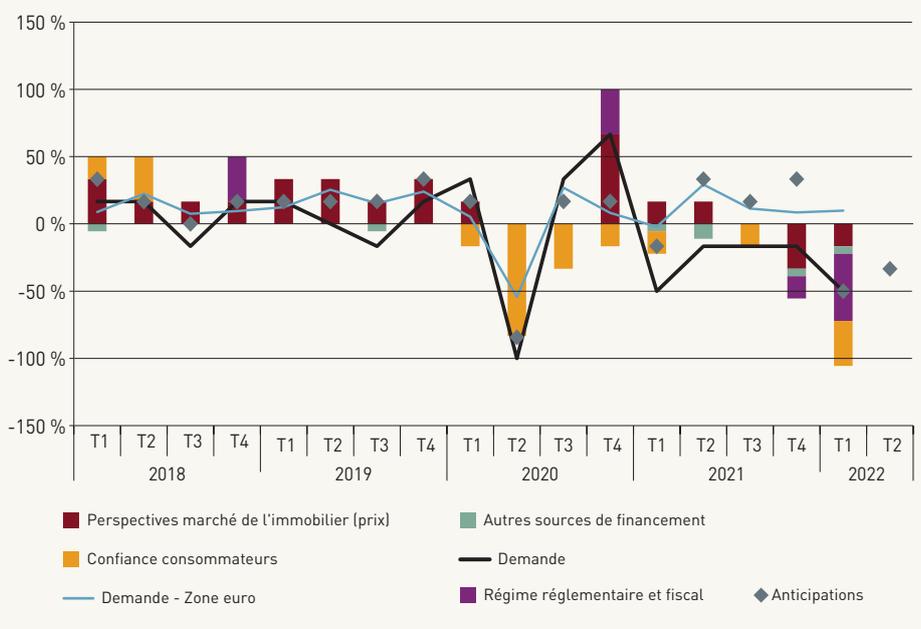
Pour le premier trimestre 2022, les banques n'ont pas constaté de changement dans leurs conditions d'accès au financement par dépôts. Cependant, elles ont indiqué une détérioration de leur accès au financement par titres de créance à moyen et long terme. Pour le deuxième trimestre, elles ont anticipé une légère détérioration des conditions pour leur financement de détail et leur financement par le marché monétaire. Elles ont anticipé une détérioration plus accentuée des conditions pour leur financement par titres de créance.

La deuxième question interrogeait les banques quant aux éventuels effets sur leurs actifs et leur rentabilité provenant du programme étendu d'achats d'actifs (APP) et du programme d'achats d'urgence face à la pandémie (PEPP). Selon les banques, entre octobre 2021 et mars 2022, les achats d'actifs par l'Eurosystème ont contribué à une amélioration de leur position de liquidité. Les banques ont aussi signalé une dégradation de leur niveau de rentabilité à travers une détérioration de leurs marges nettes d'intérêt, partiellement compensée par des plus-values réalisées sur les titres détenus. Pour la période comprise entre avril et septembre 2022, les banques ont anticipé une poursuite des effets améliorant leur rentabilité et réduisant leurs coûts des ressources.

La troisième question avait trait à l'effet de l'APP et du PEPP sur le comportement des banques en matière de prêts. Selon les banques, sur les six derniers mois, ces programmes ont eu une légère incidence positive sur leurs conditions d'octroi de crédits aux entreprises et des crédits à la consommation. Entre avril et septembre 2022, les banques ont anticipé une poursuite de cette tendance et également une incidence positive sur leurs volumes de crédits aux entreprises et de crédits à la consommation.

Graphique 25

Évolution de la demande de crédits à l'habitat provenant des ménages et facteurs ayant contribué à cette évolution au Luxembourg (en pourcentages nets)



Note : « Autres sources de financement » est la moyenne non pondérée des éléments « Financement propre d'un achat de bien immobilier résidentiel par recours à l'épargne ou à l'apport personnel », « Prêts d'autres banques » et « Autres sources de financement externe ».

Source : BCL

Une autre question portait sur l'incidence du taux d'intérêt négatif de la facilité de dépôt de l'Eurosystème. Selon les banques, cette mesure a contribué à réduire leur produit net d'intérêts entre octobre 2021 et mars 2022. Sur la même période, les banques ont également indiqué que cette mesure les a incitées à diminuer leurs taux appliqués aux crédits aux ménages et aux entreprises. Les anticipations pour la période comprise entre avril et septembre 2022 vont dans le même sens.

Concernant les taux appliqués aux dépôts de la clientèle, les banques ont indiqué que, sur les six derniers mois, le taux négatif de la facilité de dépôt avait conduit à une baisse des taux appliqués aux dépôts des ménages et ceux des entreprises. Elles ont également signalé un impact négatif sur les volumes de dépôts pour les entreprises et pour les ménages. Pour les six prochains mois, les banques ont anticipé une accentuation de l'impact négatif sur les taux qu'elles appliquent aux dépôts des ménages et une poursuite de l'impact négatif sur les volumes de dépôts pour les entreprises comme pour les ménages.

Une sous-question visait à évaluer l'incidence du système à deux paliers mis en place pour la rémunération des excédents de liquidité. Sur les six derniers mois, les banques ont constaté une incidence positive sur leur rentabilité globale, résultant d'une augmentation de leur produit net d'intérêts. Selon les banques, ce système a contribué à une légère augmentation de leurs taux des dépôts. Leurs anticipations pour les six prochains mois vont dans le même sens avec une légère accentuation de l'effet positif sur leur rentabilité.

Comptes de profits et pertes

Sur la base de chiffres provisoires, le résultat avant provisions, dépréciations et impôts des établissements de crédit (à l'exclusion des succursales à l'étranger des établissements luxembourgeois) a diminué de 6,5% sur un an pour s'établir à 1,2 milliard d'euros à la fin du mois de mars 2022. Le produit net bancaire qui regroupe les principales sources de revenus s'est légèrement contracté en comparaison annuelle, porté par les commissions nettes, les dividendes reçus et des éléments non récurrents liés aux autres revenus nets. Cependant, les revenus sur opérations de change se sont considérablement dégradés.

Tableau 11:

Compte de résultat agrégé en cours d'année des établissements de crédit, à l'exclusion des succursales étrangères

| RUBRIQUE DES DÉBITS ET CRÉDITS | 202103 | 202203 | VARIATION EN TERMES BRUTS | VARIATION EN % |
|---|--------|--------|---------------------------|----------------|
| Produits d'intérêts | 2 317 | 2 654 | 337 | 14,5 |
| Intérêts bonifiés | 1 158 | 1 320 | 162 | 14,0 |
| Marge sur intérêts [1-2] | 1 160 | 1 334 | 174 | 15,0 |
| Revenus nets sur commissions | 1 488 | 1 536 | 48 | 3,2 |
| Revenus sur opérations de change | 221 | -311 | -532 | -240,7 |
| Dividendes reçus | 59 | 106 | 47 | 79,7 |
| Autres revenus nets | 296 | 540 | 244 | 82,4 |
| Revenus hors intérêts [4+5+6+7] | 2 065 | 1 872 | -193 | -9,3 |
| Produit bancaire [3+8] | 3 224 | 3 206 | -18 | -0,6 |
| Frais de personnel | 779 | 799 | 20 | 2,6 |
| Frais d'exploitation | 961 | 999 | 38 | 4,0 |
| Frais de personnel et d'exploitation [10+11] | 1 741 | 1 797 | 56 | 3,2 |
| Amortissements sur immobilisé non financier | 161 | 172 | 11 | 6,8 |
| Résultats avant provisions, dépréciations et impôts [9-12-13] | 1 323 | 1 237 | -86 | -6,5 |

Source: BCL

Au niveau des revenus récurrents, les produits d'intérêts sont en augmentation de 14,5% en rythme annuel pour s'inscrire à 2,7 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2022. Les charges d'intérêts ont augmenté de 14% durant cette période pour atteindre 1,3 milliard d'euros. Par conséquent, la marge d'intérêts s'est établie à 1,3 milliard d'euros fin mars 2022, soit une hausse de 15% en glissement annuel. Notons que les commissions nettes perçues ont continué de s'inscrire légèrement à la hausse (3,2% en rythme annuel) pour s'élever à 1,5 milliard d'euros au premier trimestre 2022.

Les autres sources de revenus ont globalement progressé entre mars 2021 et mars 2022 à l'exception des revenus nets sur opérations de change. Cette baisse importante des revenus sur opérations de change s'explique quasi entièrement par l'évolution d'une banque et neutralise les évolutions positives des autres sources de revenus.

Le produit bancaire, qui regroupe les sources de revenus nets précitées a diminué légèrement (- 0,6% sur un an) pour atteindre 3,2 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2022.

Du côté des charges bancaires, tant les frais de personnel que les frais d'exploitation et amortissements des actifs immobilisés ont progressé par rapport aux niveaux affichés en mars 2021. L'ensemble de ces frais a augmenté de 69 millions d'euros en comparaison annuelle pour s'élever à 2 milliards d'euros au mois de mars 2022. Ainsi, le coefficient d'exploitation, qui rapporte ces frais au produit net bancaire, s'est établi à 61,4% au premier trimestre 2022.

Finalement, le résultat net avant provisions et dépréciations s'est rétréci de 6,5% en glissement annuel pour s'élever à 1,2 milliard d'euros en mars 2022.

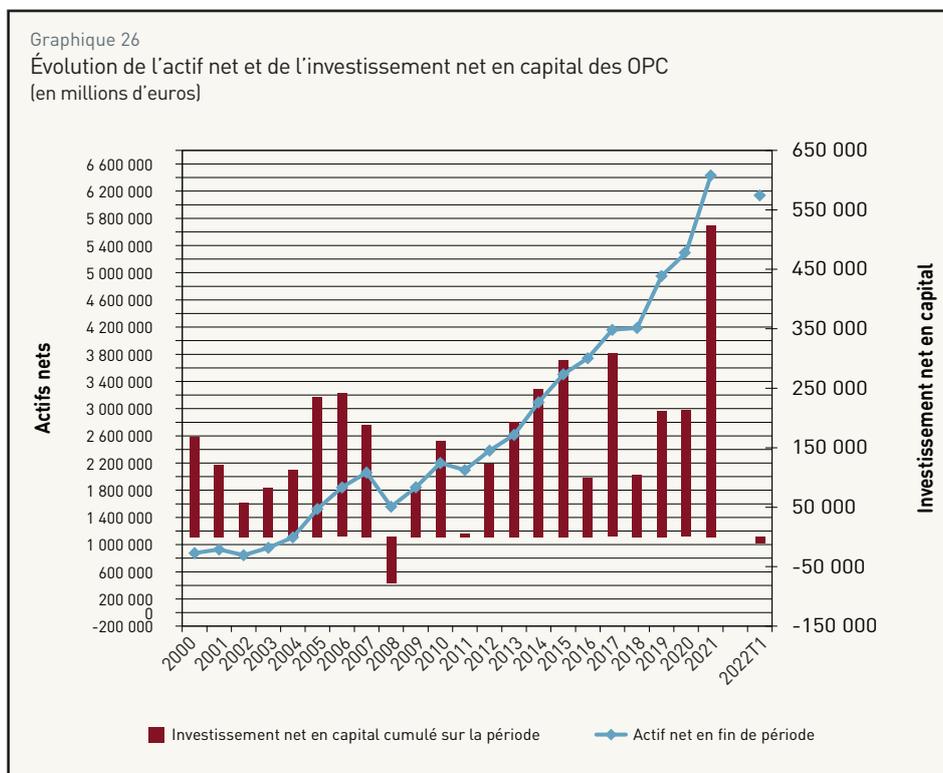
1.2.4.2 Les organismes de placement collectif

L'évolution en nombre

Depuis la fin du mois de décembre 2021, le nombre des fonds d'investissement a augmenté de 36 unités, pour s'établir à un total de 7 558 unités à la fin du mois de mars 2022. Le nombre de compartiments a également augmenté de 78 unités au cours de cette période, passant ainsi de 19 549 à 19 627 unités⁵⁸.

L'évolution de la valeur nette d'inventaire des OPC

Au cours de la période sous revue, la valeur nette d'inventaire (VNI) de l'ensemble des OPC a diminué de -4,5% pour s'établir, à la fin mars 2022, à 6 140 milliards d'euros. Sur cette période, l'évolution des



Sources : CSSF, BCL

⁵⁸ Les chiffres relatifs à l'activité des OPC incluent, depuis décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés. Voir à ce sujet l'encadré du bulletin 2021/1 sur « Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés ».

Tableau 12:

Évolution de la situation globale des organismes de placement collectif
(en millions d'euros, encours en fin de période sauf indication contraire)

| | NOMBRE D'OPC | NOMBRE DE COMPART. | DONT NOMBRE DE COMPARTS. MONÉTAIRES | VALEUR NETTE D'INVENTAIRE | INVESTISSEMENT NET EN CAPITAL 1) 2) | VARIATION DES MARCHÉS FINANCIERS 2) 3) | VARIATION ANNUELLE EN TERMES BRUTS | VARIATION ANNUELLE EN % | VARIATION MENSUELLE EN TERMES BRUTS | VARIATION MENSUELLE EN % |
|---------|--------------|--------------------|-------------------------------------|---------------------------|-------------------------------------|--|------------------------------------|-------------------------|-------------------------------------|--------------------------|
| 2002 | 1 941 | 7 806 | 409 | 844 508 | 57 314 | -141 206 | -83 939 | -9,0 | | |
| 2003 | 1 870 | 7 509 | 413 | 953 302 | 82 609 | 26 185 | 108 794 | 12,9 | | |
| 2004 | 1 968 | 7 876 | 402 | 1 106 222 | 113 731 | 39 189 | 152 920 | 16,0 | | |
| 2005 | 2 060 | 8 497 | 414 | 1 525 208 | 236 277 | 182 709 | 418 986 | 37,9 | | |
| 2006 | 2 238 | 9 473 | 409 | 1 844 850 | 241 344 | 78 298 | 319 642 | 21,0 | | |
| 2007 | 2 868 | 11 115 | 412 | 2 059 395 | 188 488 | 26 057 | 241 545 | 11,6 | | |
| 2008 | 3 372 | 12 325 | 403 | 1 559 653 | -77 191 | -422 549 | -499 742 | -24,3 | | |
| 2009 | 3 463 | 12 232 | 407 | 1 840 993 | 84 369 | 196 971 | 281 340 | 18,0 | | |
| 2010 | 3 667 | 12 937 | 381 | 2 198 994 | 161 568 | 196 433 | 358 001 | 19,4 | | |
| 2011 | 3 845 | 13 294 | 331 | 2 096 512 | 5 284 | -107 766 | -102 482 | -4,7 | | |
| 2012 | 3 845 | 13 420 | 197 | 2 383 826 | 16 601 | 7 503 | 287 314 | 13,7 | | |
| 2013 | 3 902 | 13 685 | 195 | 2 615 363 | 17 681 | -10 046 | 231 537 | 9,7 | | |
| 2014 | 3 905 | 13 849 | 170 | 3 094 987 | 3 507 | 8 126 | 479 624 | 18,3 | | |
| 2015 | 3 878 | 14 108 | 161 | 3 506 201 | 16 032 | -99 502 | 93 986 | 13,3 | | |
| 2016 4) | 4 144 | 14 595 | 155 | 3 741 330 | 5 403 | 55 044 | 235 129 | 2,9 | | |
| 2017 | 4 044 | 14 728 | 145 | 4 159 614 | 20 998 | 2 817 | 418 284 | 11,2 | | |
| 2018 5) | 5 674 | 16 967 | 152 | 4 189 093 | 104 233 | -74 754 | 29 479 | 0,7 | | |
| 2019 | 6 290 | 17 889 | 162 | 4 950 051 | 212 664 | 548 294 | 760 958 | 18,2 | | |
| 2020 | 6 895 | 18 659 | 138 | 5 294 135 | 212 879 | 131 204 | 344 084 | 7,0 | | |
| 2021 | 7 522 | 19 549 | 131 | 6 430 860 | 523 935 | 612 790 | 1 136 725 | 21,5 | | |
| 2022 | | | | | | | | | | |
| janv. | 7 535 | 19 603 | 131 | 6 258 947 | 24 631 | -196 544 | 884 943 | 16,5 | -171 912 | -2,7 |
| févr. | 7 549 | 19 605 | 130 | 6 124 969 | -19 212 | -114 767 | 705 467 | 13,0 | -133 978 | -2,1 |
| mars | 7 558 | 19 627 | 130 | 6 139 954 | -16 049 | 31 034 | 524 897 | 9,3 | 14 985 | 0,2 |

1) L'investissement net se définit comme le montant des émissions nettes diminué des rachats nets ajustés pour tenir compte des OPC entrés en liquidation.

2) Montants cumulés par année sauf pour les données mensuelles relatives à l'année 2017.

3) Il s'agit de la variation de la VNI en termes bruts qui est due à la variation des marchés financiers.

4) À partir de décembre 2016, les SICAR sont incluses dans le champ des statistiques des OPC.

5) À partir de décembre 2018, les fonds d'investissement alternatifs non réglementés soumis au reporting de la BCL sont inclus dans le champ des statistiques des OPC.

Source: CSSF, BCL

marchés financiers s'est traduite par des effets de revalorisation négatifs (280 milliards d'euros) sous l'effet, notamment, de la dynamique des indices boursiers mondiaux. Après avoir connu une année record en 2021, les investissements nets ont également contribué à la baisse des actifs sous gestion à hauteur de -11 milliards d'euros.

L'évolution du total bilantaire des OPC non monétaires détaillée selon la politique d'investissement

L'évolution du total bilantaire des OPC non monétaires détaillée selon la politique d'investissement (fonds actions, fonds obligataires, fonds mixtes, fonds immobiliers, *hedge funds* et autres fonds) est présentée dans le tableau suivant.

Tableau 13:

Évolution du total bilantaire des OPC non monétaires par politique d'investissement
(en millions d'euros, encours en fin de période)

| | FONDS OBLIGATOIRES | FONDS ACTIONS | FONDS MIXTES | FONDS IMMOBILIERS | HEDGE FUNDS | AUTRES FONDS |
|--------------------|--------------------|---------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|
| 2009 | 582 018 | 590 183 | 410 548 | 31 407 | 26 587 | 52 904 |
| 2010 | 754 800 | 743 181 | 506 794 | 39 009 | 31 961 | 62 355 |
| 2011 | 783 790 | 628 879 | 515 043 | 43 419 | 31 070 | 60 843 |
| 2012 | 1 020 211 | 709 446 | 573 515 | 44 286 | 27 553 | 59 420 |
| 2013 | 1 071 875 | 850 930 | 656 009 | 48 931 | 27 744 | 75 593 |
| 2014 ¹⁾ | 1 159 128 | 1 033 408 | 680 968 | 57 482 | 193 580 | 36 878 |
| 2015 | 1 228 323 | 1 148 602 | 821 048 | 71 529 | 231 137 | 40 752 |
| 2016 | 1 313 407 | 1 169 819 | 888 772 | 82 773 | 264 458 | 48 259 |
| 2017 | 1 411 743 | 1 356 609 | 1 011 613 | 93 925 | 258 963 | 59 175 |
| 2018 | 1 353 352 | 1 329 410 | 1 025 040 | 122 405 | 255 883 | 77 417 |
| 2019 | 1 549 514 | 1 614 835 | 1 157 040 | 146 604 | 247 327 | 120 817 |
| 2020 | 1 569 584 | 1 913 270 | 1 186 711 | 199 544 | 231 305 | 164 407 |
| 2021 | 1 680 918 | 2 595 225 | 1 415 140 | 239 740 | 266 730 | 246 547 |
| 2022 | | | | | | |
| janv. | 1 648 961 | 2 493 830 | 1 400 837 | 251 751 | 272 138 | 261 854 |
| févr. | 1 603 075 | 2 413 427 | 1 389 122 | 262 358 | 272 145 | 271 064 |
| mars | 1 585 877 | 2 456 291 | 1 416 941 | 267 489 | 268 850 | 295 120 |

1) Les services statistiques de la BCL ont procédé à une reclassification des fonds par politique d'investissement à partir de décembre 2014. La classification actuelle des fonds domiciliés au Luxembourg est désormais en ligne avec les recommandations publiées par la BCE dans le Manual on investment fund statistics. Cette reclassification s'est notamment traduite par une augmentation des actifs sous gestion des Hedge funds au détriment des fonds mixtes et des autres fonds. En outre, depuis décembre 2018, la BCL a étendu la collecte statistique aux fonds d'investissement alternatifs non réglementés.

Source: BCL

Le tableau ci-dessus reprend le total de l'actif par type de fonds depuis décembre 2009. En termes de total bilantaire, les fonds obligataires, les fonds actions et les fonds mixtes représentent les catégories de fonds les plus importantes. Les trois autres catégories sont minoritaires. La catégorie «autres fonds» reprend principalement les fonds investis en matières premières ou en autres actifs moins conventionnels, ainsi que les fonds créés récemment et qui n'ont pas encore pu être catégorisés.

Au cours de la période sous revue, l'activité des fonds obligataires a connu une baisse de -5,7%. Le bilan des fonds investis principalement en actions a quant à lui diminué de -5,4% sur la même période pour atteindre un encours de 2 456 milliards d'euros à la fin du mois de mars 2022. Les actifs des fonds mixtes ont connu une hausse de 0,1%. Enfin, les fonds immobiliers, les *hedge funds*, et les «autres fonds» ont respectivement affiché des évolutions de leur total bilantaire de 11,6%, 0,8% et 19,7%.

Les OPC monétaires

Le nombre de compartiments

Fin mars 2022, le nombre de compartiments monétaires s'élevait à 130 unités, un effectif en baisse de 1 unité par rapport au mois de décembre 2021.

Les actifs sous gestion

Au cours du premier trimestre de 2022, le montant des actifs sous gestion a baissé de -9,5%, passant de 415 milliards d'euros à 376 milliards d'euros.

La politique d'investissement

Les investissements des OPC monétaires sont majoritairement, voire exclusivement, constitués de dépôts en banques et d'un portefeuille de titres de créance dont la maturité moyenne est relativement courte. De plus, ces titres de créances doivent répondre à certains critères de qualité définis dans le Règlement N° 883/2011 de la BCE.

Fin mars 2022, le portefeuille de titres représentait 70,9% de l'actif, soit 278 milliards d'euros. Quant aux créances sur les établissements de crédit, elles représentaient un poids relatif de 27,7%, soit 108 milliards d'euros. Au cours de la période sous revue, l'évolution du total bilantaire s'est accompagnée d'une baisse de l'encours du portefeuille de titres (-10,2%) et d'une baisse de l'encours des créances (-3,7%).

Tableau 14:

Principaux chiffres relatifs aux différents postes de l'actif du bilan des OPC monétaires et leur évolution (encours en fin de période¹⁾)

| ACTIF | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS EN % | | | | POIDS RELATIF ¹⁾ |
|---------------------|------------------------------|---------|---------|------------------------------------|------|---------------------|-------|-----------------------------|
| | 03-2021 | 12-2021 | 03-2022 | 03-2021 - 03-2022 | | 12-2021 - 03-2022 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Créances | 92 758 | 112 536 | 108 386 | 15 628 | 16,8 | -4 150 | -3,7 | 27,7 |
| Portefeuille titres | 294 012 | 309 342 | 277 808 | -16 204 | -5,5 | -31 354 | -10,2 | 70,9 |
| Autres actifs | 5 597 | 5 322 | 5 440 | -157 | -2,8 | 118 | 2,2 | 1,4 |
| Total de l'actif | 392 367 | 427 200 | 391 634 | -733 | -0,2 | -35 566 | -8,3 | 100,0 |

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs

Source : BCL

Tableau 15:

Portefeuille de titres, autres que des actions, détenus par les OPC monétaires par contrepartie (encours en fin de période¹⁾)

| EMETTEUR DES TITRES | MONTANTS EN MILLIONS D'EUROS | | | VARIATION EN MILLIONS D'EUROS EN % | | | | POIDS RELATIF ²⁾ |
|---------------------------|------------------------------|---------|---------|------------------------------------|-------|---------------------|-------|-----------------------------|
| | 03-2021 | 12-2021 | 03-2022 | 03-2021 - 03-2022 | | 12-2021 - 03-2022 | | |
| | | | | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | EN MILLIONS D'EUROS | EN % | |
| Etablissements de crédit | 155 085 | 173 890 | 151 250 | -3 835 | -2,5 | -22 640 | -13,0 | 54,8 |
| Administrations publiques | 81 891 | 81 715 | 71 293 | -10 598 | -12,9 | -10 422 | -12,8 | 25,8 |
| Autres secteurs | 54 289 | 51 848 | 53 672 | -617 | -1,1 | 1 824 | 3,5 | 19,4 |
| Total | 291 265 | 307 453 | 276 215 | -15 050 | -5,2 | -31 238 | -10,2 | 100,0 |

1) Des différences peuvent apparaître en raison des arrondis.

2) Poids relatif par rapport au total des actifs.

Source : BCL

En fin de période, le portefeuille de titres, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, se composait de titres émis par des établissements de crédit (151 milliards d'euros), de titres émis par le secteur public (71 milliards d'euros) et de titres émis par le secteur privé non bancaire (54 milliards d'euros).

Au cours du premier trimestre de 2022, le volume total des titres en portefeuille, en dehors des actions et des parts d'OPC monétaires, a baissé de -10,2%. Au cours de cette période, la détention de titres émis par les administrations publiques, les établissements de crédit et les autres secteurs a respectivement évolué de -12,8%, -13,0% et +3,5%.

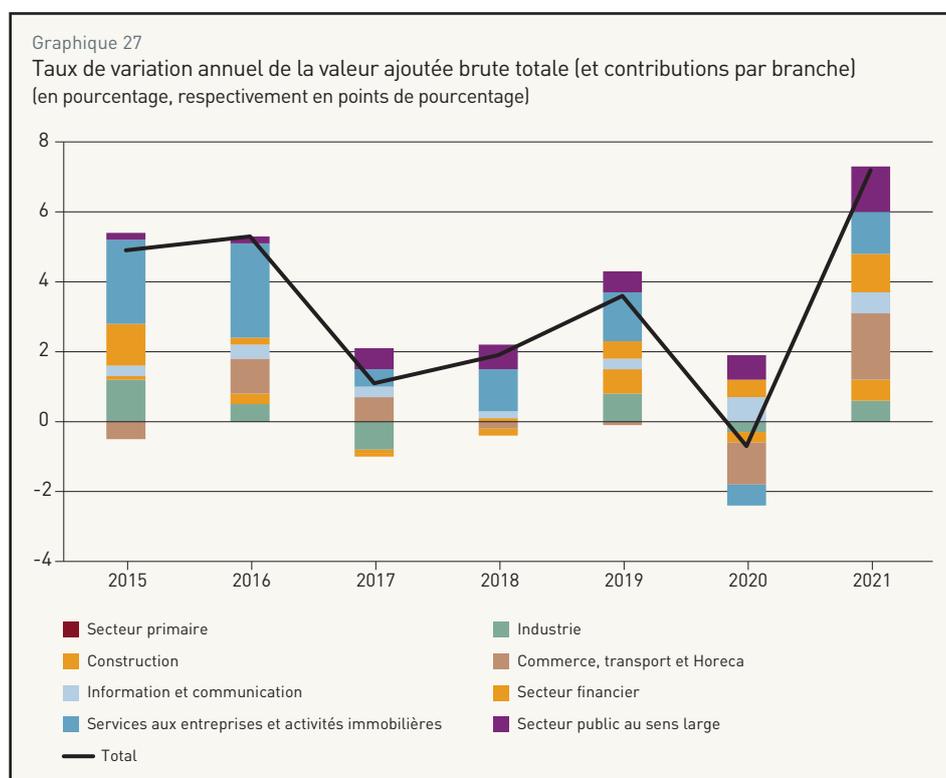
1.2.5 La croissance économique

Comptes annuels

La première estimation du PIB en volume pour l'année 2021 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 6,9% en 2021, après une baisse de 1,8% en 2020 sur fond de crise de la COVID-19. L'estimation la plus récente de la comptabilité nationale, publiée en mars 2022, n'a pas apporté de révisions aux données publiées antérieurement.

D'après cette version des comptes nationaux, les consommations privée et publique auraient progressé respectivement de 7,4% et 4,7% en 2021. La formation brute de capital fixe se serait inscrite en hausse de 12,3%, après une baisse de 4,6% en 2020. De leur côté, les exportations et les importations auraient augmenté de respectivement 9,7% et 10,4%.

L'activité économique au Luxembourg a donc fortement rebondi en 2021, dépassant largement son niveau de pré-crise de 2019. Cette reprise repose à la fois sur une forte accélération de la demande



Sources : STATEC, calculs BCL

Tableau 16 :

Optique dépenses du PIB (agrégats en volume) (en pourcentage par rapport à l'année précédente)

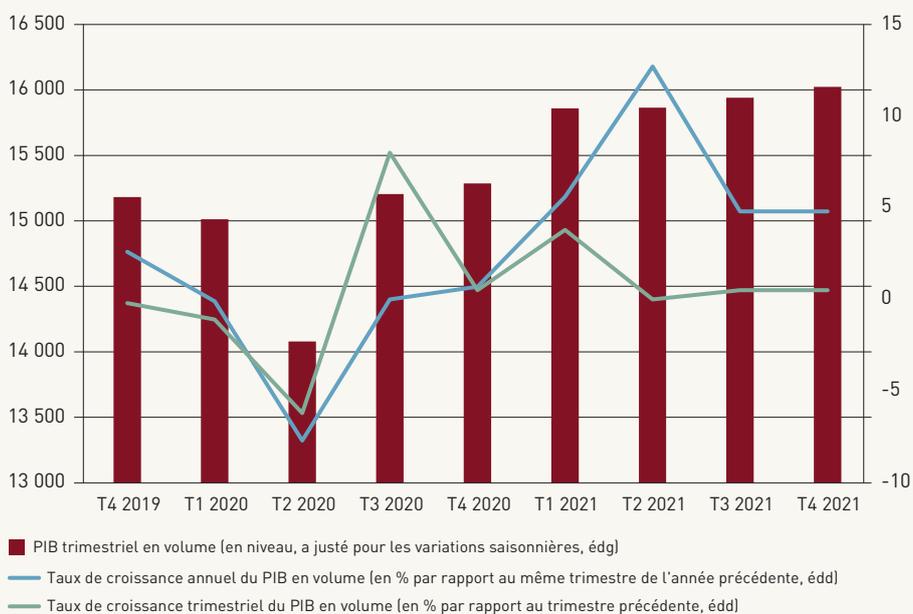
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 |
|---------------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Consommation privée | 3,4 | 3,0 | 2,7 | 2,5 | -6,9 | 7,4 |
| Consommation publique | 1,1 | 4,0 | 4,7 | 3,9 | 7,7 | 4,7 |
| Formation brute de capital fixe | 2,8 | 5,3 | -6,2 | 9,8 | -4,6 | 12,3 |
| Exportations | 5,3 | -0,2 | 3,6 | 5,8 | 1,3 | 9,7 |
| Importations | 3,8 | 0,8 | 3,2 | 6,9 | 1,6 | 10,4 |
| Exportations nettes | 12,9 | -4,8 | 5,4 | 0,5 | -0,6 | 6,1 |
| Produit intérieur brut | 5,0 | 1,3 | 2,0 | 3,3 | -1,8 | 6,9 |

Sources : STATEC, calculs BCL

Graphique 28

Niveau et progression du PIB réel

(en millions d'euros, respectivement en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente et en pourcentage par rapport au trimestre précédent)



Sources : STATEC, calculs BCL

domestique et des exportations nettes.

Dans l'optique de production du PIB, en 2021, la hausse de la valeur ajoutée, exprimée en termes réels, se serait expliquée par une contribution positive de toutes les branches économiques. La plupart des branches auraient déjà atteint en 2021 leur niveau d'activité d'avant la crise de la COVID-19, y inclus la branche «Commerce, transports et HORECA». Cependant, cette ventilation cache la faiblesse de l'activité dans l'«HORECA» dont l'activité en 2021 reste encore largement en dessous de son niveau de pré-crise. La branche «information et communication», peu impactée par la crise de la COVID-19 en 2020, a poursuivi sa forte performance en 2021.

Comptes trimestriels

La première estimation de la croissance pour le quatrième trimestre 2021 a fait ressortir une hausse du PIB réel de 0,5% par rapport au trimestre précédent. En glissement annuel, le PIB aurait affiché une hausse de 4,8%. Ces résultats laissent présager que la reprise de l'activité s'est essouffée dès le quatrième trimestre 2021. Cela peut s'expliquer par l'apparition du variant OMICRON et l'aggravation des ruptures d'approvisionnement, pesant sur l'environnement international vers la fin de 2021.

La ventilation des composantes de la demande révèle qu'au quatrième trimestre 2021, toutes les composantes auraient augmenté en glissement annuel. En glissement trimestriel, les consommations

Tableau 17:

Croissance du PIB réel et des composantes de la demande

(données en volumes corrigées des variations saisonnières, en%)

| | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT | | | | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE | | | |
|----------------------------------|---|------------|------------|------------|--|-------------|------------|------------|
| | T1 2021 | T2 2021 | T3 2021 | T4 2021 | T1 2021 | T2 2021 | T3 2021 | T4 2021 |
| Consommation privée | 2,4 | 1,6 | 1,9 | -0,5 | 1,4 | 22,2 | 2,7 | 5,5 |
| Consommation publique | 0,7 | 1,6 | 1,9 | -0,5 | 5,8 | 5,6 | 3,2 | 4,6 |
| Formation brute de capitale fixe | 5,4 | 3,6 | -1,7 | 6,4 | 12,5 | 30,6 | -5,1 | 14,2 |
| Exportations | 4,4 | 1,1 | -0,8 | 2,2 | 9,9 | 14,6 | 8,0 | 7,0 |
| Importations | 3,4 | 1,4 | -0,6 | 4,2 | 9,8 | 17,0 | 6,8 | 8,7 |
| PIB réel | 3,8 | 0,0 | 0,5 | 0,5 | 5,6 | 12,7 | 4,8 | 4,8 |

Sources: STATEC

Tableau 18 :

Croissance de la valeur ajoutée par branche économique

(données en volumes corrigées des variations saisonnières, en %)

| | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU TRIMESTRE PRÉCÉDENT | | | | POURCENTAGE DE VARIATION PAR RAPPORT AU MÊME TRIMESTRE DE L'ANNÉE PRÉCÉDENTE | | | |
|--|--|------------|------------|------------|--|-------------|------------|------------|
| | T1 2021 | T2 2021 | T3 2021 | T4 2021 | T1 2021 | T2 2021 | T3 2021 | T4 2021 |
| Secteur primaire | 0,6 | 0,6 | -0,6 | -3,5 | 1,9 | 4,0 | 1,7 | -2,9 |
| Industrie, y compris énergie et distribution d'eau | -5,3 | 1,3 | 3,5 | 5,0 | 3,9 | 25,2 | 4,9 | 4,3 |
| Construction | 2,2 | 2,8 | -2,8 | -2,8 | 10,6 | 30,1 | 3,2 | -0,7 |
| Commerce, transports, hébergement et restauration | 9,3 | -0,8 | 1,6 | -1,8 | 8,7 | 23,5 | 8,6 | 8,2 |
| Information et communication | 6,1 | -0,8 | -7,2 | 6,0 | 18,7 | 14,3 | 0,6 | 3,5 |
| Activités financières et d'assurance | 2,1 | 0,2 | 1,7 | -0,4 | 3,1 | 5,5 | 6,1 | 3,7 |
| Activités immobilières | -0,3 | 0,7 | -0,5 | 1,9 | 0,0 | 1,4 | 0,3 | 1,8 |
| Services aux entreprises et location | 3,2 | 1,6 | -0,2 | 1,8 | 9,1 | 10,7 | 7,0 | 6,5 |
| Administrations publiques, éducation et santé | 1,8 | 2,3 | 0,7 | 1,3 | 6,6 | 9,0 | 5,5 | 6,3 |
| Autres activités de services | 0,3 | 1,8 | -0,2 | 1,7 | 2,1 | 13,1 | 3,8 | 3,6 |
| Valeur ajoutée totale | 3,5 | 0,9 | 0,7 | 0,8 | 6,2 | 12,2 | 5,4 | 5,0 |
| PIB réel | 3,8 | 0,9 | 0,5 | 0,5 | 5,6 | 12,7 | 4,8 | 4,8 |

Sources: STATEC

privée et publique auraient diminué de 0,5% chacune. La formation brute de capital fixe aurait augmenté de 6,4% (après une baisse de 1,7% le trimestre précédent). Les exportations et les importations auraient, pour leur part, enregistré une hausse de respectivement 2,2% et 4,2%.

Au niveau des branches et en glissement annuel, la valeur ajoutée brute aurait augmenté dans toutes les branches à l'exception de des activités financières et d'assurance. En glissement trimestriel, en revanche, la baisse du secteur primaire (-3,5%), de la construction (-2,8%), de la branche « Commerce, transports et HORECA » (-1,8%) et du secteur financier (-0,4%) a été compensée par une hausse de l'activité dans les autres branches.

Toutes ces informations doivent être interprétées avec prudence au regard de leur caractère provisoire. En effet, les comptes nationaux sont régulièrement sujets à des révisions lorsque de nouvelles informations deviennent disponibles. Par ailleurs, le contexte actuel est entouré d'une incertitude particulièrement importante.

1.2.6 Les projections macroéconomiques de juin 2022⁵⁹

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel plutôt mitigé, datent de décembre 2021⁶⁰. La détente de la situation pandémique en Europe et le relâchement des mesures sanitaires au premier semestre 2021 avaient entraîné un fort rebond de l'activité économique au Luxembourg et dans la zone euro. Cependant, l'apparition de nouveaux variants et la

⁵⁹ Les projections macroéconomiques de juin 2022 ont été finalisées le 24 mai 2022.

Elles se basent sur les modalités du mécanisme d'indexation automatique des salaires telles que prévues dans le projet de loi original y afférent et qui prévoyait une modulation sur la période comprise entre avril 2022 et avril 2024. Entretemps, ces modalités ont à nouveau été adaptées.

⁶⁰ Voir BCL, bulletin 2022/1, pp.50-61.



persistance des goulots d'étranglement présents dans de nombreuses chaînes de production au niveau mondial ont pesé sur les perspectives économiques. Au Luxembourg, la publication des comptes nationaux avait confirmé un impact plutôt modéré de la crise sanitaire sur l'activité économique en 2020, moins sévère que dans le reste de la zone euro et également nettement moins sévère qu'anticipé initialement. Dans ce contexte, la BCL prévoyait, lors de la finalisation de ses dernières projections, une reprise importante de la croissance du PIB réel en 2021 et une normalisation graduelle à moyen terme.

1.2.6.1 Évolutions récentes

Depuis la finalisation des projections de décembre 2021 et à la suite de l'agression de l'Ukraine par la Russie, les scénarios macroéconomiques ont été bouleversés dans la zone euro et au Luxembourg. Cette crise géopolitique constitue un choc majeur qui a des répercussions multiples, notamment sur l'environnement international, les marchés financiers, les prix de l'énergie, les prix alimentaires et les prix des autres matières premières. Elle accroît l'incertitude et pèse sur la confiance des consommateurs et des entreprises.

Avant l'invasion de la Russie en Ukraine, le diagnostic conjoncturel était plutôt favorable. La publication, en mars 2022, des comptes nationaux annuels a révélé une forte reprise de l'activité économique au Luxembourg en 2021. La croissance du PIB réel aurait été de 6,9 % en 2021, soit 0,9 p.p. supérieur aux anticipations antérieures. En combinaison avec un impact plutôt modéré de la crise sanitaire en 2020, l'activité économique aurait déjà dépassé son niveau de pré-crise (2019) en 2021. L'évolution de l'activité au second semestre de l'année 2021, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels, aurait cependant montré des signes de décélération par rapport aux trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation aurait été de 4,8 % en moyenne au second semestre, contre 9,2 % au semestre précédent. L'acquis de croissance pour l'année 2022, tel qu'enregistré à la fin du quatrième trimestre 2021 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à seulement 0,5 %⁶¹.

S'agissant de la première moitié de l'année 2022, les évolutions sur les marchés financiers ont été extrêmement volatiles, ce qui est dû à un accroissement de l'incertitude qui est lié, d'une part, à la guerre en Ukraine et, d'autre part, aux anticipations concernant les changements des orientations des politiques monétaires, principalement aux États-Unis. Ainsi les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx50, ont chuté de 11 % en avril par rapport à leur niveau observé à la fin de l'année 2021. C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'est inscrite en baisse de -3,1 % (sur une base trimestrielle) au premier trimestre 2022, de sorte que l'acquis de croissance de la VNI à la fin mars pour l'année 2022 s'est chiffré à seulement 1,8 %. En outre, selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, le produit bancaire s'est inscrit en légère baisse au premier trimestre 2022 (-0,6 %)⁶², malgré une hausse de la marge d'intérêts des banques (+15 %). En 2021, la valeur ajoutée du secteur financier a progressé de 4,6 % dans un contexte où la VNI des OPC a progressé de 18 % et le secteur bancaire a affiché une hausse de 11,6 % de son produit bancaire. Sur la base des premières données, on pourrait donc s'attendre à des résultats moins favorables pour l'année en cours.

En ce qui concerne l'économie domestique, l'emploi au Luxembourg a poursuivi sa reprise en début d'année 2022. Le marché du travail se caractérise par une pénurie de main-d'œuvre dans beaucoup de secteurs, notamment l'industrie et la construction, signe du dynamisme de l'activité. Selon les

61 L'incertitude entourant les premières estimations des comptes nationaux trimestriels est élevée et ces données sont sujettes à des révisions.

62 Pour les détails, voir la section 1.2.4.1 sous « Comptes de profits et pertes ». Ce recul s'explique largement par une variation négative des revenus sur opérations de change. À l'exception de ce poste, la marge sur intérêts et les revenus nets sur commission s'affichent en hausse sur une base annuelle.

enquêtes de conjoncture auprès des entreprises de l'industrie et de la construction, la confiance s'est aussi maintenue au premier trimestre 2022, malgré le déclenchement de la guerre en Ukraine. Depuis le début de l'année, le gouvernement a également pris une série de mesures visant à lutter contre la hausse de l'inflation et à atténuer les effets de la crise pour les consommateurs et les entreprises. Ces mesures comportent, entre autres, une modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires, des transferts de l'État aux ménages à bas revenus et des aides financières pour les entreprises.

L'économie luxembourgeoise est néanmoins une petite économie très ouverte et, compte tenu de la dégradation substantielle de l'environnement international et européen, l'activité économique au Luxembourg devrait fortement décélérer en 2022 avant de se normaliser dans l'hypothèse de la dissipation de la crise géopolitique.

1.2.6.2 Hypothèses techniques et environnement international

Les projections macroéconomiques de la BCL font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème. Elles se fondent, entre autres, sur un ensemble d'hypothèses dites techniques. Celles-ci sont dérivées de divers indicateurs financiers observés au moment de la finalisation de l'exercice, qui reflètent ainsi l'opinion moyenne des opérateurs agissant sur ces marchés quant aux évolutions futures.

Le détail de ces hypothèses est présenté dans le tableau 19.

Entre novembre 2021 et mai 2022, le prix du pétrole a progressé de 35 %, pour s'établir autour de 110 dollars le baril. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait poursuivre sa hausse en juin 2022 pour ensuite baisser progressivement jusqu'en décembre 2024. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 106 dollars en 2022, 93 dollars en 2023 et 84 dollars en 2024. Par rapport aux prévisions de décembre 2021, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été révisées à la hausse de 2022 à 2024.

Après avoir enregistré un rebond technique en 2021, le PIB mondial (hors zone euro) devrait ralentir de manière sensible en 2022 avant de renouer avec des taux de croissance en ligne avec ceux observés en moyenne après la crise financière de 2008 (soit 3,6 % en moyenne entre 2009 et 2019). Le commerce mondial devrait pour sa part fortement ralentir en 2022, accuser une nouvelle décélération en 2023 avant de progresser de manière quelque peu plus robuste en 2024.

La demande internationale adressée au Luxembourg devrait également ralentir en 2022 et 2023 avant de s'affermir en 2024. Rappelons que cette demande est calculée en fonction des importations des partenaires commerciaux du Luxembourg et constitue un facteur clé pour une économie fortement tournée vers l'extérieur. Par rapport aux projections de décembre 2021, la croissance de cette demande externe a été révisée à la baisse en 2022 et 2023 et est restée quasi inchangée en 2024.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice EuroStoxx large, devraient en moyenne annuelle s'inscrire en baisse de 2022 à 2023 et peu évoluer en 2024. Par rapport à décembre dernier, les évolutions anticipées de cet indice ont été sensiblement révisées à la baisse en 2022 et, de manière moins prononcée, en 2023, et légèrement à la hausse en 2024. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues à la baisse par rapport à décembre 2021 : en moyenne annuelle, l'euro devrait désormais s'établir à 1,07 dollar en 2022 et à 1,05 dollar de 2023 à 2024. Les anticipations portant sur les taux d'intérêt à 10 ans ont été notablement révisées à la hausse de 2022 à 2024. De leur côté, celles portant sur les taux d'intérêt à trois mois ont été révisées à la hausse en 2022 et de manière plus marquée en 2023 et 2024.

Tableau 19:

Projections de l'Eurosystème et hypothèses techniques
 (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)⁶³

| | PROJECTIONS DE JUIN 2022 | | | | RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2021 | | |
|---|--------------------------|------|------|------|---------------------------------------|-------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Prix du pétrole en \$/bl | 71 | 106 | 93 | 84 | 28 | 21 | 15 |
| Taux de change \$/€ | 1,18 | 1,07 | 1,05 | 1,05 | -0,06 | -0,08 | -0,08 |
| Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %) | -0,5 | 0,0 | 1,3 | 1,6 | 0,4 | 1,5 | 1,5 |
| Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %) | 0,1 | 1,4 | 1,9 | 2,1 | 1,2 | 1,5 | 1,5 |
| Eurostoxx (évolution en %) | 24 | -6 | -4 | -1 | -11 | -1 | 2 |
| Commerce mondial (hors zone euro) | 12,3 | 4,3 | 3,1 | 3,7 | 0,4 | -1,4 | -0,4 |
| PIB mondial (hors zone euro) | 6,4 | 3,0 | 3,4 | 3,6 | -1,4 | -0,5 | -0,1 |
| PIB zone euro | 5,4 | 2,8 | 2,1 | 2,1 | -1,4 | -0,8 | 0,5 |
| Demande internationale adressée au Luxembourg | 9,0 | 4,4 | 2,8 | 3,2 | -0,8 | -2,9 | -0,1 |

Sources: BCE

Par rapport à l'exercice de décembre 2021, les hypothèses techniques et les hypothèses relatives à l'environnement international sont, dans leur ensemble, nettement moins favorables pour 2022, 2023 et 2024.

Au-delà de ces hypothèses purement techniques et communes à l'Eurosystème, les projections de la BCL s'insèrent dans le scénario général pour la zone euro. Ce scénario est décrit en détail dans la section 1.1.6 de ce bulletin. En 2022, le PIB réel devrait croître de 2,8%, pour progresser ensuite de 2,1% en 2023 et de 2,1% en 2024. L'inflation, mesurée par la hausse de l'IPCH, devrait quant à elle s'établir à 6,8% en 2022, 3,5% en 2023 et 2,1% en 2024.

1.2.6.3 Projections du PIB réel et de ses composantes

Les projections de la BCL de juin 2022 font état d'une progression du PIB réel en 2022, de l'ordre de 2,0%. L'invasion de la Russie en Ukraine, avec ses conséquences pour l'environnement international, les marchés financiers et l'évolution des prix d'énergie, devrait fortement freiner la reprise économique, malgré le rebond qui était en cours avec la sortie de la pandémie. Par rapport aux projections de décembre 2021, la croissance du PIB réel est révisée à la baisse de 1,6 p.p. Cette révision peut paraître faible, mais, combinée à la révision à la hausse de 0,9 p.p. pour l'année 2021, ce revirement de la trajectoire du PIB en volume est considérable.

Le ralentissement de l'activité économique serait général et les projections de toutes les principales composantes de la demande ont été abaissées. Dans le secteur privé, l'incertitude élevée liée aux perspectives économiques globales et l'inflation élevée freineraient la consommation des ménages et les dépenses d'investissement des entreprises. La demande publique devrait aussi décélérer, malgré les dépenses additionnelles prévues dans l'accord tripartite pour contrer les incidences de l'inflation élevée sur le secteur privé, ce qui s'explique principalement par le ralentissement important des mesures prises par le gouvernement pour faire face à la crise économique liée à la COVID-19, dont notamment

⁶³ Les révisions par rapport aux projections de décembre 2021 sont calculées en différence absolue pour le prix du pétrole, en pourcentage pour les variables en niveau et en points de pourcentage pour les taux de croissance, les taux d'intérêt et les rendements obligataires.

une baisse des dépenses pour le chômage partiel. Les exportations nettes devraient pour leur part stagner en 2022.⁶⁴

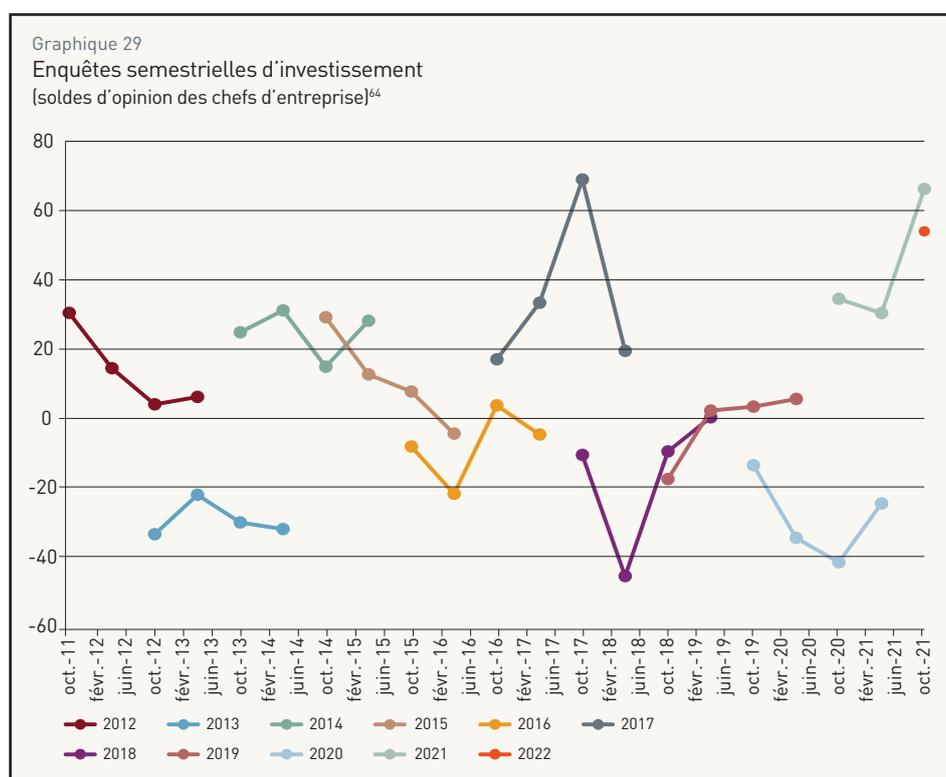
Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2021 (voir le graphique 29), les chefs d'entreprise du secteur manufacturier sont devenus plus optimistes en matière d'investissements. La majorité des chefs d'entreprise s'attend à une hausse des dépenses d'investissement en 2022. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier est resté stable au premier trimestre 2022 et se situe désormais à un niveau supérieur à sa moyenne des années récentes, ce qui suggérerait un besoin en accroissement du stock de capital. Cependant, les conditions de financement pour les entreprises pourraient se dégrader au courant de l'année. Ainsi, les banques au Luxembourg anticipent un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises. Puis, une hausse anticipée des taux d'intérêt directeurs de la BCE devrait également se répercuter sur les taux des crédits bancaires.

Au-delà de 2022, les attentes concernant l'activité économique sont plus modérées du fait des perspectives internationales plutôt moroses. Ainsi, la croissance du PIB réel s'accélérait en 2023, mais le rebond serait fort modeste. À la fin de l'horizon de projections, en 2024, elle se rapprocherait à nouveau de sa moyenne telle qu'observée depuis la crise financière en 2008/2009. Finalement, en l'absence d'une reprise plus importante en 2023 et 2024, l'activité économique resterait inférieure aux niveaux anticipés précédemment (par exemple lors des projections de décembre 2021) en 2024. Dans son ensemble, il en résulte que la crise géopolitique, marquée par la guerre en Ukraine, aurait un impact négatif et conséquent pour l'économie au Luxembourg.

À la fin de 2021, la Commission européenne a réaffirmé que le Luxembourg est entré dans la crise de la COVID-19 sans déséquilibres macroéconomiques identifiés, bien que certains risques liés à la hausse des prix de l'immobilier et à l'endettement des ménages existent. Selon la Commission, ces risques ont encore augmenté au vu des très fortes hausses des prix de l'immobilier depuis l'apparition de la pandémie. Elle a conclu que, à ce stade et dans son ensemble, il n'est pas nécessaire de procéder à une analyse plus approfondie dans le cadre de la «procédure de déséquilibre macroéconomique»

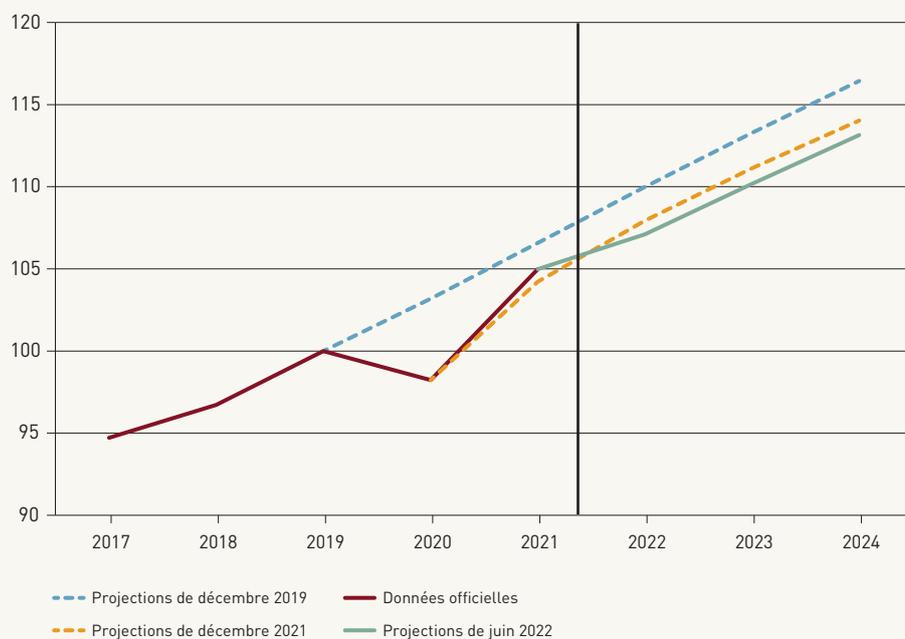
⁶⁴ Les enquêtes sont effectuées en octobre/novembre et en mars/avril de chaque année. À partir de novembre 2021, ces enquêtes sur l'investissement, auparavant quantitatives, sont désormais de nature qualitative.

Sur la base d'un échantillon d'entreprises dans l'industrie, le solde présenté dans le graphique est calculé comme la différence entre le pourcentage de chefs d'entreprise ayant déclaré une augmentation de leurs investissements par rapport à l'année précédente et ceux ayant déclaré une baisse, en tenant compte de la taille de l'entreprise. Ces soldes sont calculés pour l'année passée (A-1), l'année en cours (A) et l'année suivante (A+1). Avec deux enquêtes par an, on obtient ainsi quatre résultats par année de référence : les projets recensés l'A-1 pour A, les projets en mars/avril-A pour A, les projets quasi définitifs en octobre/novembre-A pour A et les dépenses effectives en A telles que recensées en A+1.



Source : Commission européenne

Graphique 30
Évolution du PIB en volume en niveau
(en indice, 2019=100)



Source : BCL

du semestre européen 2022⁶⁵. Elle a néanmoins aussi retenu que le niveau de la dette privée, la progression des crédits au secteur privé, la hausse des coûts salariaux unitaires, la progression des prix immobiliers et le chômage des jeunes dépassent leurs seuils indicatifs.

1.2.6.4 Marché du travail et coûts salariaux

En 2021, le marché du travail luxembourgeois s'est fortement redressé avec le rebond de l'activité économique. Cette reprise s'est poursuivie en début d'année 2022 grâce à l'assouplissement graduel des mesures sanitaires. Selon des estimations, la progression annuelle de l'emploi total se serait établie à 3,7% au premier trimestre 2022. Ce regain de dynamisme est

Tableau 20:

Projections macroéconomiques générales de juin 2022 et révisions par rapport à décembre 2021 (taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)

| | PROJECTIONS DE JUIN 2022 | | | | | RÉVISIONS PAR RAPPORT À DÉCEMBRE 2021 | | | |
|---|--------------------------|------|------|------|------|---------------------------------------|------|------|------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| PIB réel | -1,8 | 6,9 | 2,0 | 2,9 | 2,7 | 0,9 | -1,7 | -0,3 | -0,2 |
| IPCH | 0,0 | 3,5 | 7,2 | 2,7 | 1,6 | - | 4,0 | 1,0 | 0,0 |
| IPCN | 0,8 | 2,5 | 5,9 | 3,5 | 2,0 | - | 3,0 | 1,6 | 0,2 |
| IPCN excluant l'énergie | 1,5 | 1,5 | 4,3 | 3,0 | 2,4 | - | 2,0 | 0,9 | 0,4 |
| IPCN énergie | -7,9 | 18,9 | 28,0 | 8,4 | -2,0 | - | 15,1 | 9,0 | -0,4 |
| Échelle mobile des salaires (avec modulation) | 2,5 | 0,6 | 3,8 | 2,5 | 4,4 | - | 0,6 | 0,8 | 2,3 |
| Échelle mobile des salaires (hors modulation) | 2,5 | 0,6 | 5,1 | 3,8 | 2,7 | - | 1,9 | 2,1 | 0,6 |
| Coût salarial moyen | 0,4 | 5,1 | 4,5 | 3,7 | 5,2 | 0,6 | 0,2 | 0,5 | 2,4 |
| Emploi salarié | 1,8 | 3,2 | 3,0 | 2,5 | 2,8 | 0,2 | 0,4 | -0,4 | -0,3 |
| Taux de chômage | 6,3 | 5,7 | 5,0 | 5,0 | 4,8 | - | -0,5 | -0,3 | -0,2 |
| Solde public (en % du PIB) | -3,4 | 0,9 | 0,5 | 0,3 | 1,3 | 0,6 | -0,6 | -0,5 | 0,3 |
| Dette publique (en % du PIB) | 24,8 | 24,4 | 24,6 | 24,0 | 22,7 | -1,7 | -0,2 | -0,3 | -0,9 |

Note : date de finalisation des projections : 24 mai 2022.

Source : BCL

65 Voir sous https://ec.europa.eu/info/files/2022-european-semester-alert-mechanism-report_en

accompagné d'une remontée des tensions sur le marché du travail. Le taux d'emplois vacants s'est largement rétabli et a atteint des niveaux records. D'après les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs, les perspectives d'embauches se sont redressées dans l'ensemble des branches économiques (mais demeurent négatives dans le commerce). Cet optimisme ambiant est, néanmoins, également accompagné de craintes relatives à une pénurie de main-d'œuvre dans les services non financiers, l'industrie et, en particulier, la construction. Dans le même temps, les derniers mois ont aussi été marqués par une détérioration des perspectives des consommateurs en ce qui concerne l'évolution du chômage, sur fond de guerre en Ukraine. Finalement, dans le sillage de la levée progressive d'une large partie des restrictions sanitaires, la part des salariés en chômage partiel a fortement reculé (par rapport au pic atteint au printemps 2020) pour s'établir à environ 2,4 % au deuxième trimestre 2022, un niveau encore élevé d'un point de vue historique⁶⁶. La suppression, à partir du mois de juillet 2022, des conditions favorables d'accès au chômage partiel extraordinaire lié à la COVID-19 devrait se traduire par un nouveau recul du recours à ce dispositif⁶⁷.

Malgré la bonne tenue du marché du travail, dans l'ensemble, les perspectives y sont moins favorables que prévu dans les projections de décembre 2021, en raison de l'abaissement des prévisions de croissance.

Le nombre de personnes employées devrait continuer d'augmenter en 2022, mais à un rythme plus lent (3 %) que l'année précédente. La progression de l'emploi décélèrerait davantage encore en 2023 (à 2,5 %) avant de se redresser l'année suivante (2,8 %). Le taux de chômage au sens « strict » a diminué à 5,7 % en 2021 après avoir atteint un point haut à 6,3 % en moyenne au cours de l'année 2020. Le recul additionnel à 5 %, projeté (en apparence) pour l'année 2022, masque en réalité une légère hausse du taux de chômage par rapport à son niveau observé en début d'année 2022. En 2023, le taux de chômage devrait se stabiliser à ce niveau. En effet, la dynamique projetée sur le front de l'emploi demeurerait insuffisante pour entraîner une diminution du taux de chômage. À la progression plus modérée de l'emploi, en 2022 et 2023, s'ajoute un chômage potentiellement structurel, dont la résorption est par définition un processus très lent. En effet, le ralentissement de l'activité économique - *a priori* d'ordre conjoncturel et temporaire - est susceptible d'avoir des effets néfastes durables sur le chômage par le phénomène d'hystérèse (via par exemple la perte de capital humain ou un phénomène « insiders / outsiders »⁶⁸). Bien qu'en léger retrait par rapport au pic atteint pendant la deuxième moitié de 2021, la part de chômeurs de longue durée demeure bien au-dessus de son niveau d'avant-crise sanitaire, et ce, malgré la bonne tenue du marché du travail. Ceci témoigne de la difficulté qu'éprouve une partie des chômeurs à retrouver un emploi. De même, les caractéristiques des demandeurs d'emploi, en partie peu qualifiés, âgés ou souffrant d'une incapacité partielle de travail (ou d'un handicap), pèsent sur leur employabilité et ne favorisent guère leur réinsertion sur le marché du travail primaire. Par la suite,

66 Le chômage partiel est un dispositif de prévention des licenciements. L'objectif est de permettre aux entreprises de maintenir l'emploi en cas de perte d'activité temporaire et de favoriser un ajustement de la marge intensive du travail, c'est-à-dire des heures travaillées. Face à l'ampleur inédite de la crise liée à la COVID-19, le dispositif de chômage partiel existant a été temporairement modifié, notamment par une flexibilisation des conditions d'accès. Ces modifications ont renforcé la portée de cet outil et, sans doute, son efficacité.

67 Alors qu'en début d'année 2022, le recours au dispositif de chômage partiel concernait principalement les branches dont l'activité était encore conditionnée par des restrictions sanitaires (telles que l'HORECA, les transports ou encore les activités de loisirs), ce n'est plus le cas à l'heure actuelle (en raison de la levée progressive de la plupart des restrictions). Au deuxième trimestre 2022, plus de la moitié des salariés en chômage partiel étaient employés dans l'industrie manufacturière. Dans cette branche, la sous-utilisation de la main-d'œuvre n'est qu'indirectement liée à la pandémie et s'expliquerait principalement par les répercussions d'une faible demande internationale et de perturbations des chaînes d'approvisionnement. À court terme, les risques de pertes d'emploi dans l'industrie sont considérés comme moins élevés que dans les autres branches mentionnées auparavant puisque ces entreprises continueraient à bénéficier du régime « normal » de chômage partiel si, par exemple, les perturbations des chaînes d'approvisionnement perduraient au-delà du mois de juillet 2022.

68 Selon les théories économiques « insiders / outsiders », l'existence de coûts de rotation de l'emploi conférerait aux salariés expérimentés et « permanents » (les « insiders ») un plus grand pouvoir de négociation et une protection accrue contre les pertes d'emploi. En revanche, la population des « outsiders », qui englobe les chômeurs et les travailleurs occupant un emploi « instable » dans le secteur secondaire ou informel de l'économie, subirait de manière disproportionnée l'ajustement de l'emploi face à un choc économique (avec des périodes de chômage récurrentes et des perspectives de carrière maussades).



en 2024, l'accélération de la progression de l'emploi s'accompagnerait d'un recul graduel du taux de chômage « strict ». Pour sa part, le taux de chômage au sens « large » devrait également diminuer, tout en se maintenant à un niveau supérieur au taux de chômage au sens « strict » en raison de la relance des mesures de soutien à l'emploi.

À l'ajustement de la composante « volume » du marché du travail s'ajouterait celui du coût du travail. Le regain de tensions sur le marché du travail renforcerait le pouvoir de négociation des employés, un effet qui serait cependant quelque peu contrebalancé par une incertitude encore élevée. Les estimations tiennent compte de l'accord salarial signé dans la fonction publique qui prévoit un gel des salaires réels en 2021 et 2022 et se basent sur l'hypothèse d'une augmentation du point indiciaire les deux années suivantes. Les projections se basent en outre sur l'hypothèse que le salaire social minimum réel serait ajusté en janvier 2023, eu égard à l'évolution projetée des salaires horaires réels en 2020 et 2021⁶⁹. Sur l'horizon de projection, la progression des salaires nominaux s'expliquerait principalement par la contribution de l'indexation des salaires aux prix.

En règle générale, la contribution du mécanisme d'indexation automatique des salaires reflète l'évolution de l'indice des prix à la consommation national (IPCN). Cependant, dans le contexte actuel d'inflation élevée, les partenaires sociaux se sont accordés, en mars 2022, sur une modulation temporaire du mécanisme d'indexation. Les projections se basent sur les modalités telles que prévues dans le projet de loi original y afférent et qui prévoyait une modulation du mécanisme d'indexation sur la période comprise entre avril 2022 et avril 2024⁷⁰. Plus précisément, le gouvernement a décidé de décaler à avril 2023 toute tranche indiciaire additionnelle qui serait déclenchée en 2022 (au-delà de celle qui a été payée en avril 2022). De même, toute tranche indiciaire supplémentaire en 2023 serait décalée à avril 2024.

Cet accord impose donc un écart minimum de 12 mois entre chaque hausse automatique des salaires sur la période allant d'avril 2022 à avril 2024. La transposition de cet accord⁷¹ prévoit qu'aucune tranche indiciaire ne serait annulée et, qu'en avril 2024, le retour au mécanisme normal (et automatique) se ferait, indépendamment de l'envergure du rattrapage à effectuer. À court terme, la modulation implique une borne supérieure pour la hausse de l'échelle mobile des salaires, ce qui confère une prévisibilité accrue pour les entreprises et dont les partenaires sociaux ont voulu s'assurer. Ceci vaut pour les années 2022-2023, mais n'est plus d'application pour l'année 2024.

D'un point de vue purement mécanique, et dans l'hypothèse d'un retour au régime non modulé, cette mesure n'aura pas d'effet permanent sur le niveau de l'échelle mobile des salaires, et donc aussi des salaires nominaux, à partir d'avril 2024. Néanmoins, étant donné les décalages des paiements des tranches indiciaires qui seront appliqués en 2022 et 2023, et qui dépendent de l'évolution de l'IPCN, cette mesure aura un effet baissier sur les salaires touchés en 2022-2024. L'incidence à la baisse

69 Rappelons qu'au Luxembourg, le salaire social minimum (SSM) est régi par le Code du travail et son niveau est fixé par la loi. Le SSM connaît deux types de revalorisations. i) La première résulte de l'adaptation automatique du SSM en fonction de l'évolution du coût de la vie (mécanisme d'indexation). ii) La deuxième dépend du développement économique et vise à faire participer les salariés rémunérés au SSM aux bénéfices de la croissance économique. À cette fin, tous les deux ans, le gouvernement soumet à la Chambre des députés un rapport sur l'évolution des conditions économiques générales et des revenus, accompagné, le cas échéant, d'un projet de loi portant sur l'ajustement du niveau du SSM. Le SSM est donc de manière générale adapté tous les deux ans en fonction de l'évolution moyenne des salaires horaires réels dans le reste de l'économie au cours des années A-2 et A-3.

70 Ces projections ne tiennent pas compte des amendements gouvernementaux apportés le 2 juin 2022 audit projet de loi. Ces amendements impliquent une modulation temporaire du mécanisme d'indexation qui se limite à la période comprise entre avril 2022 et avril 2023.

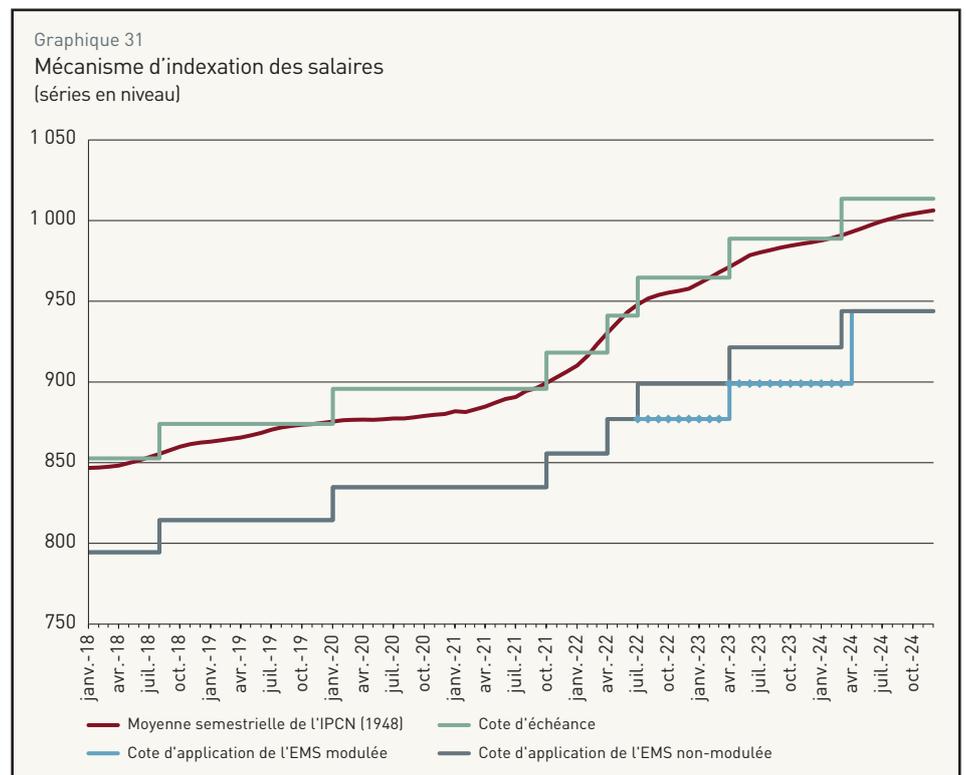
L'exposé des motifs prévoit la convocation « d'une nouvelle réunion du Comité de coordination tripartite, au cas où une tranche indiciaire supplémentaire à celle prévue actuellement par le STATEC pour juillet 2022 serait déclenchée entre le 1^{er} avril 2022 et le 31 décembre 2023, pour discuter des modalités du décalage de ladite tranche indiciaire et de la compensation de la perte du pouvoir d'achat à prévoir le cas échéant, en vue de l'établissement d'un projet de loi correspondant. »

71 Projet de loi 8000 A portant transposition de certaines mesures prévues par l'« Accord entre le Gouvernement et l'Union des Entreprises Luxembourgeoises et les organisations syndicales LCGB et CGFP » du 31 mars 2022.

est temporaire sur la période où la modulation est d'application. Elle sera permanente si elle n'est pas compensée par d'autres mécanismes, par exemple une plus forte progression des salaires réels négociés, des primes temporaires ou des transferts de l'État.

Le graphique ci-après présente le mécanisme d'indexation des salaires - les versions automatique et modulée - et tel qu'il résulterait de nos projections d'inflation.

Sur la base des projections d'inflation, les prochaines tranches indiciaires seraient déclenchées respectivement en juin 2022, mars 2023 et mars 2024⁷². S'il n'y avait pas la modulation, leur paiement aurait lieu en juillet 2022, avril 2023 et avril 2024 (ligne grise). En vertu des nouvelles dispositions (ligne bleue), les paiements auraient lieu en avril 2023 (pour le paiement reporté de juillet 2022), en avril 2024 (pour le paiement automatique reporté d'avril 2023) et avril 2024 (pour le paiement automatique d'avril 2024). En avril 2024, sur la base de ces projections d'inflation, les dispositions actuelles du mécanisme impliqueraient donc le paiement de deux tranches indiciaires.



Sources : STATEC et calculs BCL

La différence entre les deux courbes correspond à l'incidence de la modulation du mécanisme sur les salaires touchés en 2022-2024. Sur la base de ces projections, cette incidence totale sur le coût salarial s'élèverait approximativement à 55% d'un salaire mensuel ou à 1,5% en moyenne du salaire pour ces trois années⁷³. La perte de revenu des ménages pour l'ensemble de l'économie serait moins élevée en raison des mesures de compensation prévues à cet effet.

Sur l'horizon de projection (2022-2024), l'indexation contribuerait à hauteur de 3,6 p.p. en moyenne chaque année à l'évolution du coût salarial moyen. Sans modulation du système d'indexation, cette contribution aurait été de 3,8 p.p. sur cette même période. En sus d'une progression moyenne plus basse, leur profil serait nettement différent avec une moins forte progression en 2022 et 2023.

Au total, les salaires nominaux devraient progresser d'un peu plus de 4% en moyenne en 2022 et 2023, avant d'accélérer à plus de 5% l'année suivante⁷⁴.

72 Les tranches sont déclenchées lorsque la moyenne semestrielle de l'IPCN (en base 1948) – la ligne rouge sur le graphique – atteint ou dépasse la cote d'échéance (la ligne verte sur le graphique).

73 Il s'agit du gain pour les employeurs puisque leur coût salarial est abaissé. Il s'agit aussi de la perte de revenu salarial pour les employés qui ne bénéficient pas des crédits d'impôt introduits pour compenser la perte du pouvoir d'achat des ménages à bas revenus. L'approche est purement comptable et fait abstraction des incidences secondaires de la hausse des salaires sur l'emploi.

74 En l'absence de modulation du mécanisme d'indexation, le coût salarial moyen nominal aurait progressé de près de 5,5% en moyenne en 2022 et 2023, avant de décélérer à un peu plus de 3,5% en 2024.

1.2.6.5 Prix à la consommation

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'établirait à 5,9% en 2022, en forte accélération par rapport à 2020 (2,5%) et atteindrait ainsi un niveau qui n'a plus été observé depuis les années 80. Elle décélèrerait ensuite pour atteindre 3,5% en 2023 et 2,0% en 2024, soit un niveau proche de sa moyenne historique.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, devrait également fortement accélérer par rapport à 2021 pour atteindre 4,2% en 2022. Elle décélèrerait ensuite pour s'établir à 3,0% en 2023 et 2,4% à la fin de l'horizon de projection en 2024, soit un niveau qui reste supérieur à sa moyenne historique.

À court terme, l'inflation sous-jacente serait soutenue par les deux indexations automatiques des salaires qui ont eu lieu en octobre 2021 et en avril 2022, par la pression à la hausse sur les prix à la production, qui impliquerait une inflation soutenue des prix des biens manufacturés hors énergie, et par l'inflation élevée des biens alimentaires. En 2023, malgré une nette décélération, l'inflation hors énergie resterait élevée et supérieure à sa moyenne historique, à l'image de l'ensemble de ses composantes. Les perturbations sur les marchés des matières premières agricoles, et dans une moindre mesure sur les chaînes de production, demeureraient plus persistantes qu'initialement prévu. En 2024, les prix des biens alimentaires se normaliseraient tout comme ceux des biens industriels non énergétiques. L'inflation des services resterait en revanche élevée alors que deux indexations des salaires sont anticipées pour avril 2024. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente demeurerait supérieure à sa moyenne historique à la fin de l'horizon de projection.

L'accélération de l'inflation globale à un niveau historiquement élevé en 2022 s'explique par la contribution largement positive de la composante énergie. La hausse moyenne des prix de l'énergie de 29% s'explique par l'augmentation significative des prix des carburants et du gaz et, dans une moindre mesure, par l'augmentation des prix de l'électricité. En 2023, alors que les prix des carburants devraient reculer dans l'hypothèse de la baisse du prix du pétrole, le prix du gaz devrait à nouveau augmenter⁷⁵. Ceci aurait pour conséquence que l'inflation de la composante énergie resterait élevée, bien qu'en forte décélération. En 2024, la contribution de la composante énergie deviendrait négative, l'inflation globale s'établirait alors à un niveau inférieur à l'inflation sous-jacente⁷⁶.

L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) présenterait un taux de progression nettement supérieur à l'IPCN en 2022 puisqu'il s'établirait à 7,2%, notamment compte tenu du fait que les prix de l'énergie y ont un poids plus important. En 2023, la situation inverse se produirait du fait que l'inflation de la composante énergie serait essentiellement imputable au prix du gaz, qui a une pondération plus basse dans l'IPCH que dans l'IPCN. Pour le reste de l'horizon de projection, l'inflation de l'IPCH resterait inférieure à l'inflation IPCN suite à la contribution négative des prix de l'énergie.

En comparaison avec l'exercice de décembre 2021, les projections de l'inflation sous-jacente et de l'inflation globale ont été revues en très forte hausse pour l'ensemble de l'horizon de projection. Cela s'explique d'abord par l'intégration des dernières données disponibles, le déclenchement de la

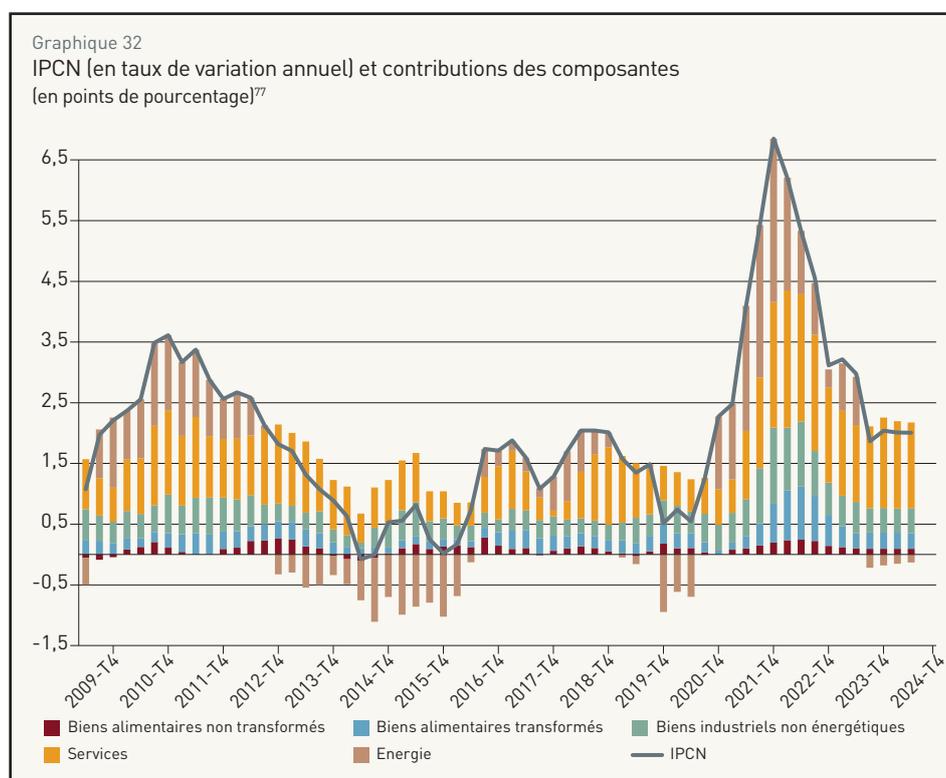
⁷⁵ Les prix à la consommation du gaz ne sont adaptés qu'avec des retards importants par rapport aux variations des prix sur le marché de gros. La hausse telle qu'admise pour l'année 2023 s'explique donc encore par la forte hausse des prix des marchés internationaux en 2022. Voir l'encadré 1 dans la section 1.2.1 de ce bulletin pour plus de détails sur les prix de l'énergie.

⁷⁶ En 2022, le taux d'inflation global a été abaissé par des mesures temporaires sur les prix des carburants et le prix du gaz (voir sous 1.2.1.1). Lorsque ces mesures seront supprimées, les prix de ces biens augmenteront, toutes choses égales par ailleurs, et pousseront le taux d'inflation temporairement à la hausse. Ce sera le cas en août 2022 pour le prix des carburants et en janvier 2023 pour le prix du mazout de chauffage. Pour le prix du gaz, il est admis que l'annulation de la mesure temporaire se fera en janvier 2024. Ceci explique à son tour que le recul des prix de l'énergie en 2024 reste assez modéré, malgré l'hypothèse d'une baisse du prix du pétrole.

guerre en Ukraine et la révision à la hausse des hypothèses sur le prix du pétrole et des autres matières premières qui en a résulté et, dans un deuxième temps, par l'avancement de l'indexation des salaires qui en découle, et ce, malgré la mise en place d'une modulation du mécanisme.

1.2.6.6 Les finances publiques

Pour les administrations publiques, l'année 2021 s'est caractérisée par un excédent de 650 millions d'euros, soit 0,9% du PIB. La nette amélioration par rapport au déficit de 3,4% du PIB pour l'année 2020 est la résultante d'une forte chute du ratio des dépenses totales, légèrement atténuée par une diminution observée sur le volet des recettes totales.



Pour 2022, il résulte de la progression des recettes et des dépenses que le solde des administrations publiques se dégraderait à concurrence de 0,4 p.p. pour se fixer à 0,5% du PIB. Cette dégradation se matérialiserait essentiellement au niveau de l'administration centrale, qui afficherait un déficit de 1,0% du PIB en 2022, contre un déficit de 0,4% du PIB en 2021. À l'inverse, le solde de la sécurité sociale s'améliorerait (surplus de 1,5% du PIB en 2022 contre 1,2% du PIB en 2021), en raison de la suppression progressive de certaines aides COVID-19 et de la dynamique du marché du travail.

En 2023, le solde des administrations publiques se dégraderait à nouveau (-0,2 p.p.), avant de connaître un important rebond en 2024 (+1,0 p.p.) et atteindre 1,3% du PIB. Ce rebond se matérialiserait exclusivement au niveau de l'administration centrale, tandis que le solde des administrations locales se stabiliserait et celui de la sécurité sociale serait en diminution sur la période de projection.

Au final, le solde des administrations publiques qui serait atteint en fin d'horizon de projection serait meilleur que celui observé en 2021, après s'être d'abord détérioré en 2022 et 2023. Ce creux serait attribuable à l'environnement actuel de forte inflation, aggravé par l'invasion russe en Ukraine, et aux mesures prises par le gouvernement pour y faire face.

Entre 2012 et 2019, le ratio de dette publique a oscillé entre environ 19,5% et 22,5% du PIB, au rythme de différents remboursements et émissions obligataires du gouvernement. En 2020, afin de faire face aux besoins de liquidité engendrés par la crise, le gouvernement a émis deux obligations, pour un montant de respectivement 2,5 milliards d'euros (3,9% du PIB) et 1,5 milliard d'euros (2,3% du PIB). Il en a résulté une augmentation du ratio qui s'est établi à 24,8% du PIB. Le ratio a ensuite légèrement diminué

⁷⁷ Indices calculés selon les définitions d'Eurostat. La contribution se calcule en multipliant la variation annuelle moyenne de l'indice par le poids de l'indice dans l'IPCN.



en 2021 pour atteindre 24,4% du PIB, malgré l'émission le 17 mars 2021 d'un nouvel emprunt de 2,5 milliards d'euros (3,6% du PIB), en raison d'un effet «dénominateur» (la croissance du PIB nominal s'étant élevée à 14,2% en 2021).

Le 18 mai 2022, un nouvel emprunt de 2,5 milliards d'euros (3,2% du PIB) composé de deux tranches, d'une durée de 7 et 10 ans respectivement, a été émis. Selon les projections de la BCL, cette nouvelle émission devrait largement couvrir le déficit de l'administration centrale pour l'année en cours et le ratio de dette s'établirait à 24,6% du PIB en 2022. Il diminuerait ensuite progressivement pour s'établir à 24,0% du PIB en 2023 puis 22,7% du PIB en 2024. Le déficit de l'administration centrale prévu pour 2023 ainsi que les emprunts venant à échéance seraient financés par émission de dette. Les surplus dégagés par la Sécurité sociale seraient quant à eux utilisés pour étoffer les réserves du Fonds de compensation.

Les projections des finances publiques sont décrites en détail ci-après dans le chapitre 1.2.8.

1.2.6.7 Analyse des risques

L'incertitude entourant la guerre en Ukraine et ses conséquences économiques est particulièrement élevée. Les projections de juin 2022 reposent sur certaines hypothèses qui peu ou prou restent valides à l'heure actuelle. Toutefois, les hypothèses sur l'évolution de la guerre et son impact sur l'économie internationale pourraient être rapidement dépassées. C'est dans ce contexte que l'Eurosystème a préparé un scénario adverse qui se base sur un conflit plus long et intense, avec des perturbations plus importantes des échanges commerciaux avec la Russie⁷⁸. Ce scénario prévoit également une perte importante de l'approvisionnement énergétique en provenance de la Russie, notamment en gaz et en pétrole, au cours de l'année 2022, ce qui entraînerait des pertes importantes de production pour plusieurs industries dans la zone euro. Les résultats de ce scénario suggèrent que l'économie de la zone euro ne pourrait éviter une grave récession au tournant de l'année 2022/2023. Les prix de l'énergie et des matières premières alimentaires augmenteraient davantage, entraînant une inflation encore plus élevée en 2022 et qui serait aussi plus persistante en 2023. Évidemment, ce choc se répercuterait également sur l'économie luxembourgeoise, qui, compte tenu de son ouverture vers l'extérieur, serait également confrontée au risque d'une récession. L'inflation plus élevée aggraverait naturellement le choc sur l'échelle mobile des salaires.

Le 31 mai 2022, le STATEC a publié son «Estimation Flash» du PIB en volume pour le premier trimestre de l'année en cours. Le taux de variation trimestriel au premier trimestre aurait été de 1,2%. L'acquis de croissance pour l'année 2022, tel qu'enregistré à la fin du premier trimestre 2022 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à 2,6%. Ces estimations suggèrent que la crise géopolitique qui sévit actuellement n'a, à ce stade, pas encore eu un impact significatif sur l'activité économique luxembourgeoise.

Malgré un recul apparent de la pandémie au deuxième trimestre 2022, les risques liés à une évolution défavorable demeurent et une nouvelle flambée des cas de contaminations en automne et hiver ne peut être exclue.

Concernant l'inflation, l'incertitude entourant le conflit en Ukraine et notamment sa durée, implique autant d'incertitudes sur l'évolution du prix du pétrole et des autres matières premières. De plus, la

⁷⁸ Voir sous 1.1.6. Les projections macroéconomiques pour la zone euro.

transmission de ces prix internationaux aux prix domestiques est difficile à jauger et donc également source d'incertitude, notamment pour le gaz et l'électricité.⁷⁹

Ces projections, qui ont été finalisées le 24 mai 2022, se basent sur le projet de loi d'une modulation de l'indexation automatique des salaires d'avril 2022 à avril 2024. La dernière version amendée du projet de loi, datant du 2 juin 2022, limite la modulation de l'indexation à la période allant d'avril 2022 à avril 2023. Cette modification impliquerait, selon les projections telles que présentées ci-avant et toutes autres choses égales par ailleurs, le paiement de deux tranches indiciaires en avril 2023 et une tranche en mars 2024. La variation de l'échelle mobile des salaires qui en découlerait serait de 4,4 % en 2023 et 3,3 % en 2024, donc nettement plus élevée que dans le scénario de base. La hausse plus importante des salaires serait également susceptible de modifier la dynamique de l'inflation hors énergie.

Dans le scénario de base, il est admis que l'inflation, à l'exclusion de l'énergie, baisserait en 2024, malgré une forte hausse de l'échelle mobile des salaires. Ce scénario pourrait cependant s'avérer trop favorable. Finalement, il reste à voir si la taxe carbone sera à nouveau ajustée à la hausse en 2024.

L'évolution de l'économie luxembourgeoise reste évidemment aussi exposée aux risques qui sont habituellement présentés dans cette partie. Il s'agit par exemple de l'incidence de l'évolution des marchés financiers sur la performance du secteur financier, des adaptations réglementaires décidées au niveau international, notamment en matière d'imposition des profits des entreprises, des risques pesant sur le marché immobilier résidentiel et des effets liés aux révisions des données de l'économie luxembourgeoise ainsi que l'intégration de nouvelles observations⁸⁰.

1.2.7 Les relations économiques avec le reste du monde

1.2.7.1 Le commerce extérieur

La reprise du commerce extérieur s'est poursuivie au premier trimestre 2022, les exportations ayant atteint environ 4 milliards d'euros, soit une hausse de 23 % par rapport au même trimestre en 2021. De leur côté, les importations de biens se sont également accrues de 23 % pour atteindre 6 milliards d'euros au premier trimestre 2022. En s'établissant à 2 milliards d'euros, le déficit du commerce extérieur était en hausse de 24 % au premier trimestre 2022.

Les livraisons de produits sidérurgiques, qui constituent la catégorie dominante des exportations luxembourgeoises, ont poursuivi leur croissance (38 %) au premier trimestre 2022, après avoir progressé de 30 % en 2021. Toutes les autres grandes catégories de biens exportés, qui avaient également connu une évolution favorable en 2021, ont poursuivi leur croissance au premier trimestre 2022. L'évolution des exportations par principaux partenaires commerciaux indique que les ventes intra zone euro, qui absorbent habituellement près de 70 % des exportations luxembourgeoises, étaient en progression de 22 % au premier trimestre 2022. Les ventes en dehors de la zone euro ont évolué de manière similaire.

S'agissant des importations de biens, toutes les catégories de produits ont également poursuivi leur progression au premier trimestre 2022, les hausses les plus importantes ayant affecté l'énergie (119 %), les autres matières premières (43 %) et les produits chimiques (31 %). Les importations en

⁷⁹ Voir l'encadré 1 dans la section 1.2.1 de ce bulletin pour plus de détails sur les prix de l'énergie.

⁸⁰ Pour une présentation détaillée de ces risques, voir le bulletin 2019/3, pp.76-77.

Tableau 21:

Commerce extérieur du Luxembourg

(valeur en millions d'euros et variation en pourcentage par rapport à la même période de l'année précédente)

| PÉRIODE | EXPORTATIONS | | IMPORTATIONS | | SOLDE | |
|-----------------------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------|-----------|
| | VALEUR | VARIATION | VALEUR | VARIATION | VALEUR | VARIATION |
| 2011 | 11 999 | 12,8 | 18 786 | 15,2 | -6 786 | 19,8 |
| 2012 | 10 953 | -8,7 | 18 846 | 0,3 | -7 893 | 16,3 |
| 2013 | 10 639 | -2,9 | 18 041 | -4,3 | -7 402 | -6,2 |
| 2014 | 11 389 | 7,1 | 18 129 | 0,5 | -6 739 | -8,9 |
| 2015 | 11 673 | 2,5 | 17 658 | -2,6 | -5 985 | -11,2 |
| 2016 | 11 903 | 2,0 | 17 636 | -0,1 | -5 733 | -4,2 |
| 2017 | 12 661 | 6,4 | 18 984 | 7,6 | -6 323 | 10,3 |
| 2018 | 13 289 | 5,0 | 19 933 | 5,0 | -6 645 | 5,1 |
| 2019 | 13 245 | -0,3 | 20 509 | 2,9 | -7 264 | 9,3 |
| 2020 | 11 997 | -9,4 | 18 500 | -9,8 | -6 503 | -10,5 |
| 2021 | 13 949 | 16,3 | 21 770 | 17,7 | -7 821 | 20,3 |
| 1 ^{er} trim. | 3 243 | 3,8 | 4 958 | 4,9 | -1 715 | 6,9 |
| 2 ^e trim. | 3 497 | 29,5 | 5 412 | 35,6 | -1 915 | 48,4 |
| 3 ^e trim. | 3 566 | 18,0 | 5 213 | 9,5 | -1 647 | -5,3 |
| 4 ^e trim. | 3 644 | 15,6 | 6 188 | 23,2 | -2 545 | 36,0 |
| 2022 | | | | | | |
| 1 ^{er} trim. | 3 992 | 23,1 | 6 113 | 23,3 | -2 121 | 23,7 |

Source : STATEC

provenance de la zone euro (85% de toutes les importations) ont progressé de 22% au premier trimestre 2022. Les livraisons en provenance des États-Unis et du Japon, qui représentent ensemble 5% de toutes les importations, se sont de leur côté accrues respectivement de 28% et de 30% au premier trimestre 2022.

1.2.7.2 La balance des paiements**Le compte courant**

Alors que l'excédent courant avait atteint un niveau record de 3,5 milliards d'euros en 2021 (soit une hausse de 32% par rapport à l'année 2020), il s'est dégradé au premier trimestre 2022 en s'établissant à 440 millions d'euros (-6% par rapport au premier trimestre 2021). Le niveau record atteint en 2021 s'expliquait par une amélioration des exportations nettes des services et plus particulièrement celles des services financiers. L'excédent des services s'était en effet accru de 14% pour atteindre 25 milliards d'euros en 2021, les importations et les exportations ayant progressé respectivement de 10% et de 11%. Cette croissance des services s'est toutefois ralentie au premier trimestre 2022, tant pour l'excédent (7%) que pour les exportations et les importations (8% respectivement).

Les échanges internationaux des services financiers étaient en forte hausse en 2021, avec 17% pour les exportations et 20% pour les importations. L'excédent des services financiers s'était ainsi accru de 11% à 19 milliards d'euros en 2021. Cette croissance s'est par contre réduite au premier trimestre 2022 à 9% pour les exportations, 11% pour les importations et 5% pour l'excédent. Le développement des services financiers s'explique en grande partie par l'évolution des fonds d'investissement dont les

émissions nettes et la valeur des actifs constituent une base importante des commissions perçues par leurs gestionnaires résidents.

S'agissant des prestations des services non financiers, les exportations et les importations avaient enregistré une croissance modeste en 2021 (4 % et 2 % respectivement). L'excédent des services non financiers s'était, quant à lui, accru de 26 % à 5,8 milliards d'euros sur toute l'année 2021. Sous l'impulsion des services d'assurance, du transport et des voyages, les prestations des services non financiers ont renforcé leur progression au premier trimestre 2022, avec des taux de croissance de croissance de 7 % pour les exportations, 6 % pour les importations et 18 % pour l'excédent.

Les échanges des biens s'étaient globalement soldés par un excédent de 780 millions d'euros en 2021, soit une baisse de 62 % par rapport à l'année 2020. Soutenues notamment par la hausse des prix de l'énergie et des autres matières premières, les importations des marchandises générales avaient progressé de 16 % en 2021, alors que les exportations ne s'étaient redressées que de 8 %. En conséquence, le déficit du commerce général était multiplié par cinq pour atteindre près de 2 milliards d'euros en 2021. Cette tendance s'est inversée au premier trimestre 2022, la croissance des exportations des marchandises générales (15 %) s'étant avérée supérieure à celle des importations (14 %), occasionnant ainsi une baisse de 14 % du déficit. Pour sa part, avec un excédent de 2,8 milliards d'euros en 2021, le négoce international (achats et ventes de biens sans passage par le territoire national) s'était amélioré de 14 %. Il s'est en revanche détérioré de 17 % au premier trimestre 2022.

La balance des revenus primaires avait connu une légère détérioration de son solde négatif qui s'était accru de 5 % à 22 milliards d'euros en 2021. D'une part, suite notamment à la réduction du chômage partiel, la rémunération des salariés frontaliers était en hausse de 6 % à 11 milliards d'euros sur toute l'année 2021. D'autre part, le revenu d'investissements s'était soldé par un déficit en hausse de 4 % à 10,8 milliards d'euros en 2021. Au premier trimestre 2022, le déficit des revenus primaires a poursuivi sa détérioration (6 % à 6 milliards d'euros) sous l'effet d'une réduction des dividendes à recevoir, une rubrique fréquemment révisable qu'il convient d'interpréter avec précaution.

Le solde des revenus secondaires (transferts courants) s'était amélioré en dégageant un déficit de 94 millions d'euros en 2021, comparé à un déficit de 180 millions d'euros en 2020. Cette amélioration s'expliquait surtout par la réduction des indemnités versées aux frontaliers suite à l'assouplissement de mesures de confinement liées à la pandémie du Covid-19 (chômage partiel, congé extraordinaire pour raisons familiales etc.). Au premier trimestre 2022, le solde des revenus secondaires s'est amélioré davantage, affichant même un surplus de 48 millions d'euros.

Le compte financier de la balance des paiements

Dans le compte financier, en 2021, les flux d'investissements directs étaient restés caractérisés par des opérations de désinvestissement tant pour les avoirs (-108 milliards d'euros) que pour les engagements (-188 milliards d'euros). Ces opérations se sont poursuivies au premier trimestre 2022, atteignant 12 milliards d'euros du côté des avoirs et 26 milliards pour les engagements. Ces désinvestissements concernent le secteur des SOPARFI, qui continue à se restructurer, à se délocaliser ou à cesser certaines activités.

Concernant les investissements de portefeuille, après avoir enregistré d'importants achats nets de 461 milliards d'euros en 2021, les non-résidents ont procédé à des ventes nettes d'actions luxembourgeoises (parts d'OPC en grande partie), à concurrence de 34 milliards d'euros au premier trimestre 2022, dans un contexte d'incertitude accrue sur les marchés financiers. De même, après les achats nets de 218 milliards d'euros en 2021, les résidents ont délaissé les titres étrangers de participation qui ont subi des ventes nettes à concurrence de 25 milliards d'euros au premier trimestre 2022.

Tableau 22:

Balance des paiements du Luxembourg (en millions d'euros)

| | 2020 | | | 2021 | | | 2022 T1 | | |
|--|----------------|----------------|--------------|----------------|----------------|--------------|---------------|---------------|------------|
| | CRÉDIT | DÉBIT | SOLDE | CRÉDIT | DÉBIT | SOLDE | CRÉDIT | DÉBIT | SOLDE |
| Compte courant | 418 026 | 415 384 | 2 642 | 431 894 | 428 395 | 3 499 | 98 006 | 97 566 | 440 |
| Biens | 22 812 | 20 774 | 2 039 | 24 844 | 24 064 | 780 | 6 668 | 6 236 | 432 |
| Marchandises générales (yc «non monétaire») | 20 393 | 20 774 | -380 | 22 085 | 24 064 | -1 979 | 6 018 | 6 236 | -218 |
| Négoce international (exportsations nettes) | 2 419 | | 2 419 | 2 759 | | 2 759 | 651 | | 651 |
| Services | 106 618 | 84 758 | 21 860 | 118 408 | 93 433 | 24 975 | 29 723 | 24 012 | 5 711 |
| Services financiers | 55 480 | 38 205 | 17 275 | 65 030 | 45 853 | 19 177 | 16 642 | 11 936 | 4 706 |
| Services non financiers | 51 138 | 46 553 | 4 585 | 53 378 | 47 580 | 5 799 | 13 080 | 12 076 | 1 004 |
| Revenu primaire | 277 766 | 298 844 | -21 077 | 277 191 | 299 354 | -22 163 | 58 740 | 64 491 | -5 751 |
| Revenu secondaire | 10 829 | 11 009 | -180 | 11 450 | 11 544 | -94 | 2 875 | 2 827 | 48 |
| Compte de capital | 771 | 843 | -72 | 682 | 686 | -5 | 131 | 159 | -28 |
| | Avoirs | Engagements | Net | Avoirs | Engagements | Net | Avoirs | Engagements | Net |
| Compte financier | | | 2 571 | | | 3 340 | | | 411 |
| Investissements directs | -179 476 | -186 843 | 7 367 | -108 295 | -188 116 | 79 821 | -12 081 | -26 220 | 14 139 |
| Opérations en capital et bénéfices réinvestis | -41 935 | -59 836 | 17 901 | -147 953 | -165 197 | 17 244 | -956 | -24 826 | 23 871 |
| Autres capitaux | -137 541 | -127 007 | -10 534 | 39 658 | -22 919 | 62 577 | -11 125 | -1 394 | -9 731 |
| Investissements de portefeuille | 202 343 | 186 633 | 15 710 | 343 955 | 455 905 | -111 950 | -66 228 | -33 520 | -32 708 |
| Titres de participation | 87 019 | 260 502 | -173 483 | 217 786 | 460 751 | -242 965 | -25 508 | -34 094 | 8 586 |
| Titres de créance | 115 324 | -73 869 | 189 193 | 126 168 | -4 846 | 131 014 | -40 719 | 574 | -41 294 |
| Produits financiers dérivés | | | 5 992 | | | 19 292 | | | 1 681 |
| Autres investissements | 103 850 | 130 352 | -26 501 | 136 740 | 122 129 | 14 611 | 15 762 | -1 509 | 17 272 |
| Avoir de réserve | 4 | | 4 | 1 567 | | 1 567 | 26 | | 26 |
| Erreurs et omissions | | | 2 | | | -154 | | | -1 |

Source : BCL

S'agissant des titres de créance, au premier trimestre 2022, les non-résidents ont arrêté les ventes nettes de titres luxembourgeois qui avaient été observées ces dernières années, et qui atteignaient encore 5 milliards d'euros en 2021. De même, en dépit de leurs taux de rendement relativement élevés, les placements des résidents dans les titres de dette étrangers se sont arrêtés, subissant même des ventes nettes de 41 milliards d'euros au premier trimestre 2022, comparées à des achats nets de 126 milliards d'euros en 2021.

1.2.7.3 La position extérieure globale

Par rapport au quatrième trimestre 2021, les encours d'avoirs et d'engagements financiers extérieurs du Luxembourg ont diminué chacun de 97 milliards d'euros, atteignant respectivement 12 176 milliards et 12 137 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2022. Ces évolutions négatives s'expliquent à la fois par des effet-flux négatifs (désinvestissements de 61 milliards d'euros) et des effets négatifs de valorisation, ces derniers étant consécutifs à la baisse des cours boursiers. La position extérieure nette du Luxembourg est, pour sa part, restée stable à 39 milliards d'euros à la fin du premier trimestre 2022.

Dans les différentes composantes de la position extérieure nette, le solde créditeur sur investissements directs s'est accru de 58 milliards à 959 milliards d'euros, fin mars 2022. L'excédent des autres investissements (dépôts et crédits classiques, crédits commerciaux, autres effets à payer ou à recevoir,

etc.) s'est également accru de 27 milliards pour s'établir à 195 milliards d'euros. Le déficit structurel des investissements de portefeuille s'est, pour sa part, alourdi de 91 milliards, à 1 158 milliards d'euros fin mars 2022.

L'encours d'avoirs en investissements directs s'est élevé à 4 996 milliards d'euros, fin mars 2022, après avoir subi un effet-flux négatif (désinvestissements de 12 milliards d'euros), compensé totalement par l'impact positif des effets de change ainsi que des autres changements en volume (reclassements, effets de couverture, corrections, etc). Le stock d'engagements d'investissements directs a, pour sa part, atteint 4 037 milliards d'euros fin mars 2022, soit une hausse de 95 milliards d'euros, résultante d'un effet-flux négatif (désinvestissements de 26 milliards d'euros) compensé totalement par l'impact positif des effets de change ainsi que des autres changements en volume (122 milliards d'euros).

Les investissements de portefeuille ont largement subi l'impact négatif de la baisse des cours boursiers au début de l'année 2022. L'encours d'avoirs s'est ainsi établi à 5 387 milliards d'euros fin mars 2022, soit une baisse de 298 milliards d'euros, liée à la fois à un effet négatif de valorisation (232 milliards d'euros) et à un effet-flux négatif (66 milliards d'euros). L'encours d'engagements en investissements de portefeuille a, pour sa part, atteint 6 545 milliards d'euros fin mars 2022, soit une baisse de 206 milliards d'euros, également liée à un effet négatif de valorisation (173 milliards d'euros) et à un effet-flux négatif (34 milliards d'euros).

Dans les autres investissements, l'encours de créances a atteint 1 572 milliards d'euros fin mars 2022, soit une hausse de 24 milliards d'euros résultant en grande partie d'un effet-flux positif. L'encours d'engagements s'est, pour sa part, légèrement réduit pour atteindre 1 377 milliards d'euros fin mars 2022.

Tableau 23:

Évolution de la position extérieure globale du Luxembourg (en milliards d'euros)

| | ENCOURS FIN 2021T4 | TRANSACTIONS | VARIATION DUES AUX COURS DE CHANGE ET DE BOURSE ET AUTRES AJUSTEMENTS | ENCOURS FIN 2022T1 |
|---|-----------------------|--------------|--|-----------------------|
| Position extérieure nette | 39 | 0 | 0 | 39 |
| Avoirs extérieurs bruts | 12 273 | -61 | -36 | 12 176 |
| Engagements extérieurs bruts | 12 234 | -61 | -36 | 12 137 |
| Investissements directs nets | 901 | 14 | 44 | 959 |
| Avoirs | 4 843 | -12 | 165 | 4 996 |
| Engagements | 3 942 | -26 | 122 | 4 037 |
| Investissements de portefeuille nets | -1 066 | -33 | -59 | -1 158 |
| Avoirs | 5 685 | -66 | -232 | 5 387 |
| Titres de participation | 3 052 | -26 | -157 | 2 869 |
| Titres de créance | 2 633 | -41 | -75 | 2 517 |
| Engagements | 6 751 | -34 | -173 | 6 545 |
| Titres de participation | 5 880 | -34 | -165 | 5 681 |
| Titres de créance | 871 | 1 | -8 | 864 |
| Produits dérivés nets | 33 | 2 | 5 | 40 |
| Autres investissements nets | 168 | 17 | 10 | 195 |
| Avoirs | 1 548 | 16 | 8 | 1 572 |
| Engagements | 1 380 | -2 | -1 | 1 377 |
| Avoirs de réserve | 2,58 | 0,03 | 0,02 | 2,62 |

Source: BCL

1.2.8 Les finances publiques

Cette partie présente les soldes des administrations publiques⁸¹ ainsi que la dette publique pour la période s'étalant de 2022 à 2024, tel qu'ils résultent des exercices de projections biannuels de la BCL.

Pour rappel, les projections de la BCL se basent sur les modalités du mécanisme d'indexation automatique des salaires telles que prévues dans le projet de loi original y afférent au moment de la finalisation des projections (24 mai) et qui prévoyait une modulation du mécanisme sur la période comprise entre avril 2022 et avril 2024⁸².

Situation budgétaire : revue de l'année 2021

Le solde des administrations publiques luxembourgeoises, publié début avril 2022 dans le cadre de la transmission de la notification concernant les déficits excessifs⁸³, a enregistré un excédent pour l'année 2019 de 650 millions d'euros, soit 0,9 % du PIB. Cette nette amélioration par rapport au déficit de 3,4 % du PIB tel que notifié pour l'année 2020, découle essentiellement de la baisse du ratio des dépenses totales.

L'amélioration du ratio des administrations publiques en 2021 est attribuable à l'administration centrale, dont le déficit observé en 2020 (-4,9 % du PIB) s'est fortement atténué en 2021 (-0,4 % du PIB). Le solde des administrations locales est resté constant (0,1 % du PIB) et celui de la Sécurité sociale s'est quant à lui légèrement détérioré (de 1,4 % du PIB en 2020 à 1,2 % du PIB en 2021).

L'amélioration de la situation budgétaire de l'administration centrale entre 2020 et 2021 s'explique par un taux de croissance des recettes totales (+15,6 %) beaucoup plus important que celui des dépenses totales (+0,8 %). En particulier, l'impôt sur le revenu des ménages a connu une hausse de 16,2 % entre 2020 et 2021, en raison de la dynamique de la masse salariale nominale et d'une hausse particulièrement marquée des impôts sur le revenu des capitaux. Les recettes d'impôts indirects ont par ailleurs progressé de 20,7 %, suite à la décroissance des recettes qui avait été observée en 2020 et la reprise de l'activité économique en 2021.

Quant aux dépenses, leur progression entre 2020 et 2021 (+0,8 %) a été freinée en grande partie par la diminution des dépenses liées à la crise de la COVID-19. Les transferts sociaux autres qu'en nature et les investissements directs ont notamment chuté de 15,4 % et 9,8 % respectivement, par rapport à leur niveau de 2020.

La dette publique atteignait 17,9 milliards d'euros à la fin de l'année 2021, soit 24,4 % du PIB, en baisse de 0,4 % du PIB par rapport à 2020. Malgré la hausse de la dette nominale, engendrée notamment par l'émission en mars 2021 d'une obligation pour un montant de 2,5 milliards d'euros, le ratio de la dette a diminué en raison d'un effet dénominateur important (croissance du PIB nominal de 14,2 % en 2021).

81 La notion d'administrations publiques couvre l'administration centrale, les administrations locales et la Sécurité sociale.

82 Ces projections ne tiennent pas compte des amendements gouvernementaux apportés le 2 juin 2022 audit projet de loi. Ces amendements impliquent une modulation temporaire du mécanisme d'indexation qui se limite à la période comprise entre avril 2022 et avril 2023. L'exposé des motifs prévoit la convocation « d'une nouvelle réunion du Comité de coordination tripartite, au cas où une tranche indiciaire supplémentaire à celle prévue actuellement par le STATEC pour juillet 2022 serait déclenchée entre le 1^{er} avril 2022 et le 31 décembre 2023, pour discuter des modalités du décalage de ladite tranche indiciaire et de la compensation de la perte du pouvoir d'achat à prévoir le cas échéant, en vue de l'établissement d'un projet de loi correspondant. ».

83 Le Règlement du Conseil (CE) N° 479/2009 amendé par le Règlement du Conseil (EU) N° 679/2010 et par le Règlement (UE) N° 220/2014 de la Commission oblige les États membres à rapporter leurs données liées à la Procédure de déficit excessif (PDE) à Eurostat deux fois par an – soit à la fin du mois de mars et à la fin du mois de septembre.

Les recettes

En 2021, les recettes totales ont connu un net rebond (+12,7% de croissance), sur fond de reprise de l'activité économique, tandis que le ratio a diminué (-0,5 p.p) en raison d'un effet dénominateur important (croissance du PIB nominal de 14,2%). Cette baisse du ratio est attribuable au ratio des impôts directs à charge des sociétés (-0,4 p.p.) et à celui des cotisations sociales (-0,9 p.p.). Le ratio des impôts indirects est celui qui a connu la plus forte hausse (+0,7 p.p.), en raison notamment d'un redressement important des dépenses de consommation des ménages, dans un climat général plus propice aux achats que l'année précédente. Dans une moindre mesure, le ratio des impôts directs à charge des ménages a connu une légère hausse, portée notamment par l'impôt sur le revenu des capitaux.

Les recettes : projections relatives à 2022

En 2022, les recettes nominales totales connaîtraient une croissance modérée (+5,5%), après l'important rebond observé en 2021 (+12,7%). Le ratio des recettes totales serait, quant à lui, en baisse, de 43,2% du PIB en 2021 à 42,5% du PIB en 2022, en raison d'un effet « dénominateur » avec une croissance du PIB nominal de 7,1%. La baisse du ratio se matérialiserait essentiellement au niveau des impôts directs à charge des ménages et des sociétés.

Concernant les impôts directs à charge des ménages, leur croissance limitée résulte essentiellement de trois facteurs. Premièrement, les impôts sur les revenus des capitaux diminueraient en 2022 suite à un important effet de base observé en 2021 (croissance de près de 80%). Deuxièmement, une des mesures importantes annoncées suite à l'accord tripartite du 31 mars 2022 est la modulation du mécanisme d'indexation automatique des salaires. Cet accord prévoit notamment que toute tranche indiciaire, en plus de celle venue à échéance en mars 2022, sera décalée à avril 2023. Selon les prévisions de la BCL, une nouvelle tranche aurait dû être déclenchée, en l'absence de cet accord, en juillet 2022. En raison du décalage de l'indexation, les recettes d'impôt sur le revenu des personnes physiques (IRPP) diminueraient par rapport à un scénario sans modulation de l'indexation. La base d'imposition de l'IRPP serait ainsi freinée en raison de la croissance plus faible des salaires et des pensions. Le manque à gagner serait d'autant plus important en raison du caractère progressif du barème des impôts sur le revenu des personnes physiques, qui a pour effet d'augmenter les taux d'imposition moyens des ménages lorsque leurs revenus imposables augmentent. Troisièmement, outre la modulation du mécanisme d'indexation, l'accord tripartite du 31 mars 2022 prévoit également certaines

Tableau 24 :

Recettes de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

| | DONNÉES AVRIL 2022 | | | | | | | PROJECTIONS BCL JUN 2022 | | |
|---|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------|-------------|-------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Impôts directs | 13,8 | 14,3 | 14,7 | 16,8 | 16,8 | 15,9 | 15,6 | 14,9 | 14,7 | 15,7 |
| dont à charge des ménages | 8,8 | 9,0 | 8,8 | 9,4 | 9,5 | 9,9 | 10,1 | 9,5 | 9,3 | 10,5 |
| dont à charge des sociétés | 4,9 | 5,3 | 5,9 | 7,4 | 7,2 | 6,0 | 5,6 | 5,4 | 5,4 | 5,3 |
| Impôts indirects | 10,6 | 10,8 | 11,1 | 11,4 | 11,3 | 10,9 | 11,6 | 11,7 | 11,6 | 11,4 |
| Cotisations sociales | 11,6 | 11,5 | 11,9 | 12,1 | 12,3 | 12,6 | 11,7 | 11,8 | 11,8 | 12,1 |
| Autres recettes | 5,7 | 5,4 | 4,9 | 4,8 | 4,8 | 4,2 | 4,3 | 4,2 | 4,1 | 4,0 |
| Recettes totales | 41,7 | 41,9 | 42,6 | 45,1 | 45,2 | 43,7 | 43,2 | 42,5 | 42,0 | 43,2 |
| Croissance nominale des recettes totales (%) | 3,9 | 4,5 | 5,2 | 9,8 | 4,0 | -0,8 | 12,7 | 5,5 | 5,7 | 8,4 |

Sources : STATEC, calculs BCL



mesures pour compenser la perte de pouvoir d'achat des ménages, en particulier le paiement d'un crédit d'impôt énergie (CIE). Celui-ci serait octroyé dès le report de la prochaine tranche indiciaire, c'est-à-dire dès juillet 2022 selon les dernières estimations de la BCL. Avec un coût budgétaire évalué à 55 millions d'euros par mois par le gouvernement, le manque à gagner en termes de recettes pour l'année 2022 s'élèverait à environ 330 millions d'euros (0,4% du PIB).

Concernant les impôts directs à charge des sociétés, l'effet décalé de la réforme fiscale de 2017 et la baisse additionnelle du taux d'imposition sur le revenu des collectivités de 18% à 17% en 2019 continueraient d'exercer une légère pression à la baisse sur le ratio. De plus, les pertes enregistrées par les entreprises pendant la crise de la COVID-19 pourraient être reportées et de ce fait freiner la croissance des recettes d'impôt en 2022.

Concernant les autres ratios de recettes, ils seraient stables, voire en légère augmentation, notamment celui des impôts indirects qui serait porté par une croissance dynamique de la consommation des ménages résidents et non résidents.

Les recettes : projections relatives à 2023 et 2024

En 2023, les recettes nominales connaîtraient une croissance de 5,5%, similaire à celle de 2022. Le ratio des recettes totales diminuerait quant à lui d'environ 0,5 p.p. pour s'établir à 42,0% du PIB. Cette diminution proviendrait notamment du ratio des impôts indirects (-0,1% du PIB), en raison d'une consommation privée nominale moins dynamique, et du ratio des impôts directs à charge des ménages (-0,2% du PIB). La baisse de ce dernier découlerait essentiellement du crédit d'impôt énergie. Selon les prévisions de la BCL, une tranche indiciaire, attendue en juillet 2022 (en l'absence de modulation du mécanisme d'indexation), ne serait payée qu'en avril 2023. De plus, une nouvelle tranche est attendue pour avril 2023. Or, selon le projet de loi transposant l'accord tripartite du 31 mars 2022, « toute adaptation additionnelle déclenchée entre le 1^{er} avril 2022 et le 1^{er} avril 2024 est effectuée le 1^{er} avril 2024 » : la tranche indiciaire d'avril 2023 serait donc reportée à avril 2024. En contrepartie, les projections reposent sur l'hypothèse que le crédit d'impôt énergie sera prolongé tout au long de l'année 2023, à raison d'un coût mensuel de 55 millions d'euros, soit 660 millions d'euros (0,8% du PIB). En effet, l'accord tripartite du 31 mars prévoit une compensation financière des ménages en cas de décalage supplémentaire d'un paiement d'une tranche indiciaire⁸⁴ (sans toutefois spécifier que la compensation financière serait identique à celle prévue en 2022). Il en résulte, dans les projections, une baisse du ratio des impôts directs à charge des ménages, malgré une masse salariale dynamique.

En 2024, les recettes totales connaîtraient un important rebond (+8,4%) et le ratio augmenterait de 1,2 p.p. pour s'établir à 43,2% du PIB. Les ratios des cotisations sociales et, en particulier, des impôts directs à charge des ménages seraient en forte hausse (+0,3 p.p. et +1,2 p.p. respectivement), surcompensant largement les légères baisses des autres ratios.

D'une part, la tranche indiciaire attendue pour avril 2023 serait déclenchée en avril 2024, après quoi la modulation temporaire de l'échelle mobile des salaires prendrait fin et le système qui prévalait avant avril 2022 serait réintroduit. Selon les prévisions de la BCL, une indexation des salaires supplémentaires serait attendue pour avril 2024, impliquant *de facto* deux indexations simultanées. Il en résulterait une importante croissance de la masse salariale nominale qui ferait gonfler les recettes d'impôts. Il convient de noter que la double indexation d'avril 2024 ne surviendrait pas si la modulation du système

84 L'accord tripartite du 31 mars inclut la phrase suivante : « Le Gouvernement décide de décaler à avril 2023 la tranche indiciaire qui, selon les dernières prévisions du STATEC, devrait tomber au mois d'août 2022. Il décide en outre de décaler de 12 mois toute tranche indiciaire supplémentaire potentielle en 2023, et ce, dans le but de garantir davantage de prévisibilité aux entreprises. Dans ce cas, une compensation de la perte du pouvoir d'achat serait à prévoir ».

d'indexation était de nouveau prolongée en 2024. Bien que cela puisse constituer un scénario plausible, aucune annonce en ce sens n'a encore été faite par le gouvernement.

D'autre part, le crédit d'impôt énergie prendrait fin en même temps que la modulation du système d'indexation, en avril 2024. Son impact budgétaire annuel passerait de 660 millions d'euros (0,8% du PIB) en 2023 à 165 millions d'euros (0,2% du PIB) en 2024, entraînant un important effet de base positif.

Au final, sur l'horizon de projection, le ratio des recettes totales serait en baisse en 2022 (42,5% du PIB) et 2023 (42,0% du PIB) avant de remonter en 2024 pour retrouver un niveau équivalent à celui observé en 2021 (43,2% du PIB).

Les dépenses

En 2021, la croissance nominale des dépenses totales s'est élevée à 2,4%, freinée par la baisse des dépenses mises en œuvre par le gouvernement dans le contexte de la crise économique et sanitaire liée à la COVID-19. Les baisses observées dans le chef des différents ratios (en particulier celui des transferts sociaux et des dépenses de consommation) ont été accentuées par un effet « dénominateur » important (croissance du PIB nominal de 14,2% en 2021). Au final, le ratio des dépenses totales est passé de 47,2% du PIB en 2020 à 42,3% du PIB en 2021, soit une baisse de 4,9% du PIB.

Les dépenses : projections pour 2022

En 2022, la croissance nominale des dépenses totales s'élèverait à 2,4% et le ratio des dépenses passerait de 42,3% du PIB en 2021 à 42,0% du PIB en 2022, soit une baisse de 0,3 p.p.

Cette chute du ratio des dépenses en 2022 s'expliquerait tout d'abord par le ralentissement important des mesures discrétionnaires prises par le gouvernement pour faire face à la crise économique liée à la COVID-19. Les aides directes aux entreprises et le régime de chômage partiel structurel « COVID », notamment, prendraient progressivement fin et seraient définitivement terminés après juin 2022. Par ailleurs, le dynamisme observé sur le marché de l'emploi (le nombre de chômeurs chuterait de 12% en 2022) ferait diminuer les dépenses en transferts sociaux.

La baisse des dépenses totales serait cependant atténuée principalement par deux autres facteurs. D'une part, des mesures ont été annoncées par le gouvernement le 28 février 2022 (paquet

Tableau 25 :

Dépenses de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB sauf mention contraire)

| | DONNÉES AVRIL 2022 | | | | | | | PROJECTIONS BCL JUN 2022 | | |
|---|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------------------------|-------------|-------------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Transferts sociaux | 19,0 | 18,7 | 19,2 | 19,5 | 19,8 | 22,4 | 19,6 | 19,2 | 19,0 | 19,2 |
| Investissements publics | 3,9 | 3,8 | 4,0 | 3,9 | 4,1 | 4,7 | 4,0 | 4,0 | 4,2 | 4,0 |
| Dépenses de consommation ⁽¹⁾ | 13,4 | 13,3 | 13,6 | 14,0 | 14,3 | 15,2 | 14,1 | 14,1 | 14,1 | 14,4 |
| Subsides ⁽²⁾ | 1,2 | 1,0 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 1,1 | 1,0 |
| Autres dépenses | 3,0 | 3,2 | 3,4 | 3,6 | 3,5 | 3,7 | 3,5 | 3,6 | 3,3 | 3,2 |
| Dépenses totales | 40,4 | 40,0 | 41,3 | 42,1 | 42,9 | 47,2 | 42,3 | 42,0 | 41,7 | 41,9 |
| Croissance nominale des dépenses totales [%] | 3,9 | 3,0 | 6,7 | 5,9 | 5,7 | 12,7 | 2,4 | 6,4 | 6,1 | 5,9 |

Notes : (1) Rémunération des salariés et consommation intermédiaire. (2) À l'exclusion des transferts en capital.

Sources : STATEC, calculs BCL



«Energiedesch») et le 31 mars 2022 (paquet «Solidaritätspak» décidé dans le cadre d'un accord tripartite), en réaction à l'environnement actuel de forte inflation, aggravé depuis l'invasion russe en Ukraine. Selon les estimations du gouvernement présentées dans le Programme de Stabilité, l'impact budgétaire cumulé de ces deux paquets serait de l'ordre de 830 millions d'euros, répartis sur les années 2022 et 2023. Ce chiffre comprend notamment des mesures portant sur les recettes, en particulier le crédit d'impôt énergie (voir plus haut). Si l'on considère uniquement les mesures portant sur les dépenses, l'impact des deux paquets de mesures se chiffrerait à environ 322 millions d'euros (0,4 % du PIB de l'année 2022).

D'autre part, un impact temporaire de 247 millions d'euros (0,3 % du PIB) se matérialiserait en raison de la contribution rétroactive du Luxembourg au budget de l'Union européenne, suite à la réévaluation du revenu national brut du Luxembourg pour la période 2010-2020.

Soulignons que la mise à disposition de garanties étatiques (d'un montant maximum de 500 millions d'euros, soit 0,6 % du PIB de 2022) prévue dans l'accord tripartite du 31 mars n'a pas d'impact dans les projections de finances publiques de la BCL. Les garanties octroyées sont en effet considérées comme des passifs éventuels aussi longtemps qu'elles ne sont pas exercées.

Les dépenses : projections pour 2023 et 2024

La croissance des dépenses totales ralentirait légèrement en 2023 (+6,1 %) puis en 2024 (+5,9 %). Le ratio baisserait quant à lui en 2023 (-0,3 % du PIB) avant de connaître un léger rebond en 2024 (+0,2 % du PIB) pour s'établir à 41,9 % du PIB. Aucune des mesures prises par le gouvernement pour faire face à la crise de la COVID-19 ne serait prolongée après 2022. L'impact des paquets «Energiedesch» et «Solidaritätspak» sur le volet des dépenses serait également réduit. Le pic du ratio des investissements qui se ferait ressentir en 2023 serait attribuable à la prise en compte de l'achat d'un satellite militaire, enregistré entièrement pour 2023 selon la méthodologie du SEC 2010. Une baisse du ratio des autres dépenses surviendrait suite à l'effet de base du paiement rétroactif du Luxembourg au budget de l'Union européenne en 2022. Finalement, avec la fin de la modulation du système d'indexation en 2024, les salaires et pensions versés par les administrations publiques augmenteraient de manière importante avec la double indexation qui surviendrait en avril 2024, entraînant une hausse des ratios des transferts sociaux et des dépenses de consommation.

Au final, sur l'horizon de projection, le ratio des dépenses totales serait en baisse en 2022 (42,0 % du PIB) et 2023 (41,7 % du PIB) avant de remonter légèrement en 2024 (41,9 % du PIB) tout en restant inférieur au niveau observé en 2021 (42,3 % du PIB).

Les capacités ou besoins de financement

Pour les administrations publiques, l'année 2021 s'est caractérisée par un excédent de 650 millions d'euros, soit 0,9 % du PIB. La nette amélioration par rapport au déficit de 3,4 % du PIB pour l'année 2020 est la résultante d'une forte chute du ratio des dépenses totales, légèrement atténuée par une diminution observée sur le volet des recettes totales.

Pour 2022, il résulte de la progression des recettes et des dépenses que le solde des administrations publiques se dégraderait à concurrence de 0,4 p.p. pour se fixer à 0,5 % du PIB.

Cette dégradation se matérialiserait essentiellement au niveau de l'administration centrale, qui afficherait un déficit de 1,0 % du PIB en 2022, contre un déficit de 0,4 % du PIB en 2021. À l'inverse, le solde de la sécurité sociale s'améliorerait (surplus de 1,5 % du PIB en 2022 contre 1,2 % du PIB en 2021), en raison de la suppression progressive de certaines aides COVID-19 et de la dynamique du marché du travail.

Tableau 26 :

Soldes budgétaires de l'ensemble des administrations publiques (en pourcentage du PIB, sauf mention contraire)

| | SOLDES (CAPACITÉ (+) OU BESOIN (-) DE FINANCEMENT) | | | | | | | | | |
|---|--|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------------------------|-------------|-------------|
| | DONNÉES AVRIL 2022 | | | | | | | PROJECTIONS BCL JUIN 2022 | | |
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
| Ensemble des administrations publiques | 1,3 | 1,9 | 1,4 | 3,0 | 2,3 | -3,4 | 0,9 | 0,5 | 0,3 | 1,3 |
| <i>dont administration centrale</i> | -0,4 | -0,1 | -0,5 | 0,8 | -0,1 | -4,9 | -0,4 | -1,0 | -0,9 | 0,2 |
| <i>dont communes</i> | 0,3 | 0,2 | 0,1 | 0,4 | 0,5 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| <i>dont Sécurité sociale</i> | 1,4 | 1,7 | 1,7 | 1,8 | 1,9 | 1,4 | 1,2 | 1,5 | 1,2 | 1,0 |
| Programme de Stabilité 2022 | | | | | | -3,4 | 0,9 | -0,7 | -0,4 | -0,3 |

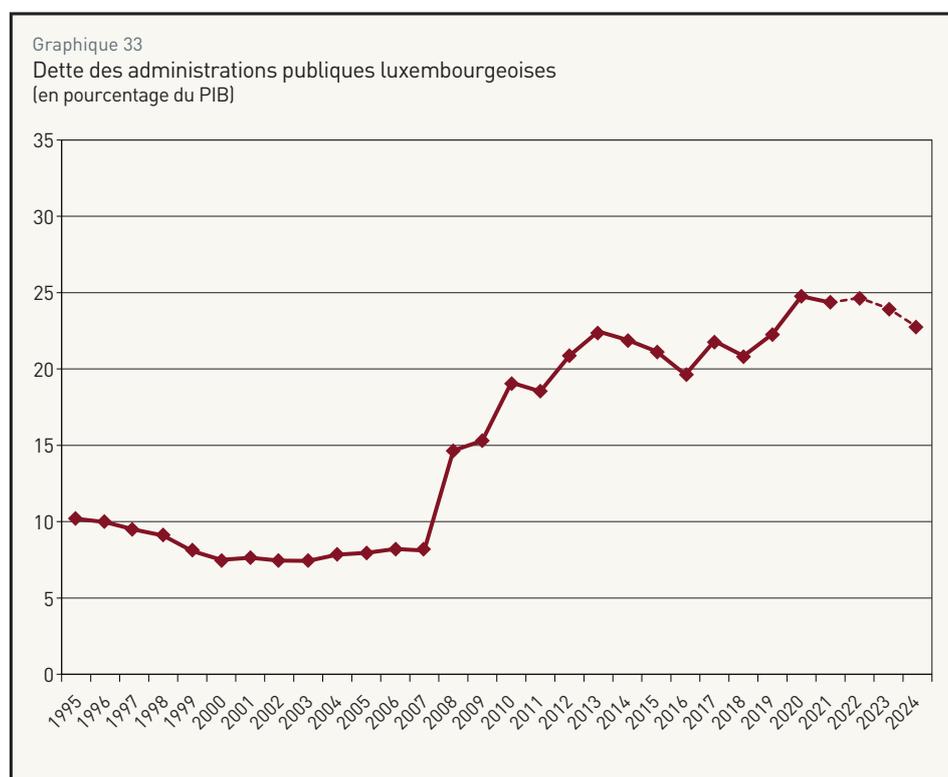
Sources : STATEC, calculs BCL, Programme de Stabilité 2022

En 2023, le solde des administrations publiques se dégraderait à nouveau (-0,2 p.p.), avant de connaître un important rebond en 2024 (+1,0 p.p.) et atteindre 1,3% du PIB. Ce rebond se matérialiserait exclusivement au niveau de l'administration centrale, tandis que le solde des administrations locales se stabiliserait et celui de la sécurité sociale serait en diminution sur la période de projection.

Au final, le solde des administrations publiques qui serait atteint en fin d'horizon de projection serait meilleur que celui observé en 2021, après s'être d'abord détérioré en 2022 et 2023. Ce creux serait attribuable à l'environnement actuel de forte inflation, aggravé par l'invasion russe en Ukraine, et aux mesures prises par le gouvernement pour y faire face.

La dette publique : évolution récente et perspectives

Le 18 mai 2022, un nouvel emprunt de 2,5 milliards d'euros (3,2% du PIB) composé de deux tranches, d'une durée de 7 et 20 ans respectivement, a été émis. Selon les projections de la BCL, cette nouvelle émission devrait largement couvrir le déficit de l'administration centrale pour l'année en cours et le ratio de dette s'établirait à 24,6% du PIB en 2022. Il diminuerait ensuite progressivement pour s'établir à 24,0% du PIB en 2023 puis 22,7% du PIB en 2024. Le déficit de l'administration centrale prévu pour 2023 ainsi que les emprunts venant à échéance seraient financés par émission de dette. Les surplus dégagés par la Sécurité sociale seraient quant à eux utilisés pour étoffer les réserves du Fonds de compensation.



Sources : BCL, STATEC

2 ANNEXES

| | | |
|---|---|----|
| 1 | Règlements de la BCL | 86 |
| 2 | Circulaires de la BCL | 86 |
| 3 | Statistiques monétaires, économiques et financières publiées sur le site internet de la BCL (www.bcl.lu). | 86 |
| 4 | Publications de la BCL | 90 |
| 5 | Publications de la Banque centrale européenne (BCE) | 92 |
| 6 | Liste des abréviations | 92 |

1 RÈGLEMENTS DE LA BCL

Règlement 2022/N°32 du 7 juillet 2022

Objet : Règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2022/ N° 32 du 7 juillet 2022 modifiant le règlement de la Banque centrale du Luxembourg 2014/ N° 18 du 21 août 2014 mettant en œuvre l'orientation BCE/2014/31 relative à des mesures temporaires supplémentaires concernant les opérations de refinancement de l'Eurosystème et l'éligibilité des garanties

Domaine : Politique monétaire

Publication au Mémorial : Mémorial A341 du 7 juillet 2022

Pour une liste complète des règlements publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

2 CIRCULAIRES DE LA BCL

Pour une liste complète des circulaires publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

3 STATISTIQUES MONÉTAIRES, ÉCONOMIQUES ET FINANCIÈRES PUBLIÉES SUR LE SITE INTERNET DE LA BCL (WWW.BCL.LU)

1 STATISTIQUES DE POLITIQUE MONÉTAIRE

- 1.1 Situation financière de la Banque centrale du Luxembourg
- 1.2 Statistiques de réserves obligatoires au Luxembourg

2 ÉVOLUTIONS MONÉTAIRES ET FINANCIÈRES DE LA ZONE EURO ET AU LUXEMBOURG

- 2.1 Bilan agrégé des IFM luxembourgeoises (hors Banque centrale)
- 2.2 Éléments du passif des IFM luxembourgeoises inclus dans les agrégats monétaires

3 MARCHÉS DE CAPITAUX ET TAUX D'INTÉRÊT

- 3.1 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros – nouveaux contrats
- 3.2 Taux d'intérêt appliqués par les établissements de crédit luxembourgeois aux dépôts et crédits en euros – encours
- 3.3 Taux d'intérêt du marché monétaire
- 3.4 Rendements d'emprunts publics
- 3.5 Indices boursiers
- 3.6 Taux de change
- 3.7 Statistiques sur les émissions de titres – encours

4 DÉVELOPPEMENTS DES PRIX ET DES COÛTS AU LUXEMBOURG

- 4.1 Les indices des prix à la consommation harmonisé (IPCH) et national (IPCN) au Luxembourg
- 4.2 Prix des biens industriels et des matières premières
- 4.3 Indicateurs de coûts et termes de l'échange

5 INDICATEURS MACROÉCONOMIQUES POUR LE LUXEMBOURG

- 5.1 Le produit intérieur brut au prix du marché et des composantes (version SEC)
- 5.2 Autres indicateurs de l'économie réelle
- 5.3 Indicateurs du marché de l'emploi – emploi et chômage
- 5.4 Indicateurs du marché de l'emploi – composantes de l'emploi
- 5.5 Enquête mensuelle de conjoncture auprès des consommateurs
- 5.6 Comptes non-financiers par secteur institutionnel – séries temporelles
- 5.7 Comptes non-financiers par secteur institutionnel – présentation matricielle
- 5.8 Comptes financiers par secteur institutionnel – encours – séries temporelles
- 5.9 Comptes financiers par secteur institutionnel – transactions – séries temporelles
- 5.10 Comptes financiers par secteur institutionnel – encours – présentation matricielle
- 5.11 Comptes financiers par secteur institutionnel – transactions – présentation matricielle

6 SITUATION BUDGÉTAIRE DES ADMINISTRATIONS PUBLIQUES LUXEMBOURGEOISES

- 6.1 Situation budgétaire des administrations publiques luxembourgeoises

7 BALANCE DES PAIEMENTS DU LUXEMBOURG

- 7.1 Balance des paiements du Luxembourg – résumé
- 7.2 Balance des paiements du Luxembourg – compte des transactions courantes
- 7.3 Balance des paiements du Luxembourg – investissements directs
- 7.4 Balance des paiements du Luxembourg – investissements directs du Luxembourg à l'étranger – par secteur
- 7.5 Balance des paiements du Luxembourg – investissements directs étrangers au Luxembourg – par secteur
- 7.6 Balance des paiements du Luxembourg – investissements de portefeuille – par types d'instruments
- 7.7 Balance des paiements du Luxembourg – autres investissements – par secteur
- 7.8 Balance des paiements – données mensuelles

8 COMMERCE EXTÉRIEUR

8.1 Commerce extérieur du Luxembourg

9 POSITION EXTÉRIEURE GLOBALE

- 9.1 Position extérieure globale du Luxembourg – résumé
- 9.2 Position extérieure globale du Luxembourg – investissements directs
- 9.3 Position extérieure globale du Luxembourg – investissements de portefeuille – par type d'instruments
- 9.4 Position extérieure globale du Luxembourg – autres investissements – par secteur
- 9.5 Position extérieure globale du Luxembourg – dette extérieure brute
- 9.6 Position extérieure globale du Luxembourg – ventilation géographique des avoirs de portefeuille
- 9.7 Ventilation géographique des Positions d'investissements directs selon le principe directionnel étendu

10 AVOIRS DE RÉSERVE

- 10.1 Avoirs de réserves et avoirs gérés par la Banque centrale du Luxembourg
- 10.2 Avoirs de réserves détenus par la Banque centrale du Luxembourg – modèle élargi du Fonds Monétaire International

11 ÉTABLISSEMENTS DE CRÉDIT

- 11.1 Nombre et origine géographique des établissements de crédit établis au Luxembourg
- 11.2 Situation de l'emploi dans les établissements de crédit
- 11.3 Compte de profits et pertes agrégé en cours d'année des établissements de crédit
- 11.4 Compte de profits et pertes agrégé en fin d'année des établissements de crédit
- 11.5 Bilan agrégé des établissements de crédit
- 11.6 Crédits accordés par les établissements de crédit – par contreparties et durées initiales
- 11.7 Crédits accordés par les établissements de crédit aux ménages et ISBLM de la zone euro – par types et durées initiales
- 11.8 Crédits accordés par les établissements de crédit -par devises
- 11.9 Crédits immobiliers consentis par les établissements de crédit pour des immeubles situés au Luxembourg
- 11.10 Portefeuille de titres de créance détenus – par les établissements de crédit, par contreparties et durées initiales
- 11.11 Portefeuille de titres de créance détenus – par les établissements de crédit, par devises
- 11.12 Dépôts reçus par les établissements de crédit – par contreparties
- 11.13 Dépôts reçus par les établissements de crédit – par type et contreparties
- 11.14 Titres de créance détenus par les établissements de crédit – par contreparties et pays

12 VÉHICULES DE TITRISATION

- 12.1 Bilan agrégé des véhicules de titrisation

13 FONDS D'INVESTISSEMENT

- 13.1 Évolution du nombre des fonds d'investissement
- 13.2 Évolution de la situation globale des fonds d'investissement
- 13.3 Bilan agrégé des fonds d'investissement monétaires
- 13.4 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par contreparties et durées initiales
- 13.5 Portefeuille de titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par devises
- 13.6 Bilan des fonds d'investissement non monétaires – par politique d'investissement
- 13.7 Titres détenus par les fonds d'investissement d'actions
- 13.8 Titres détenus par les fonds d'investissement d'obligations
- 13.9 Titres détenus par les fonds d'investissement mixtes
- 13.10 Titres détenus par les fonds d'investissement immobiliers
- 13.11 Titres détenus par les fonds d'investissement alternatifs
- 13.12 Titres détenus par les autres fonds d'investissement
- 13.13 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement monétaires – par contreparties et pays
- 13.14 Titres de créance détenus par les fonds d'investissement non-monétaires – par contreparties et pays
- 13.15 Titres de participation (autres que les parts de fonds d'investissement) détenus par les fonds d'investissement non monétaires – par pays

14 PROFESSIONNELS DU SECTEUR FINANCIER

- 14.1 Nombre et origine géographique des professionnels du secteur financier
- 14.2 Situation de l'emploi dans les professionnels du secteur financier
- 14.3 Somme de bilan et résultats agrégés des professionnels du secteur financier

15 SOCIÉTÉS DE GESTION

- 15.1 Situation de l'emploi dans les sociétés de gestion

16 SOCIÉTÉS D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION

- 16.1 Bilan agrégé des sociétés d'assurance et fonds de pension

17 INDICATEURS DE SOLIDITÉ FINANCIÈRE

- 17.1 Tableau des indicateurs de solidité financière

18 STATISTIQUES DE PAIEMENT

4 PUBLICATIONS DE LA BCL

4.1 BULLETIN DE LA BCL

- Bulletin BCL 2022/2, mai 2022
- Bulletin BCL 2022/1, février 2022

Pour une liste complète des Bulletins publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.2 REVUE DE STABILITÉ FINANCIÈRE

- Revue de stabilité financière, septembre 2021

Pour une liste complète des Revues de stabilité financière publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.3 RAPPORT ANNUEL DE LA BCL

- Annual report 2020, November 2021
- Rapport annuel 2020, juillet 2021

Pour une liste complète des Rapports annuels publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.4 CAHIER D'ÉTUDES DE LA BCL

- Cahier d'études 161, juillet 2022
Using household-level data to guide borrower-based macro-prudential policy par Gaston Giordana and Michael Ziegelmeyer
- Cahier d'études 160, juin 2022
Objectified Housing Sales and Rent Prices in Representative Household Surveys: the Impact on Macroeconomic Statistics par M. Denisa Naidin, Sofie R. Waltl and Michael H. Ziegelmeyer
- Cahier d'études 159, avril 2022
(In)efficient commuting and migration choices: theory and policy in an urban choice model par Luca Marchiori, Julien Pascal, Olivier Pierrard
- Cahier d'études 158, avril 2022
Old age takes its toll: long-run projections of health-related public expenditure in Luxembourg par Gastón A. Giordana et María Noel Pi Alperin
- Cahier d'études 157, février 2022
A typology of Captive Financial Institutions in Luxembourg: Lessons from a New Database par Gabriele Di Filippo, Frédéric Pierret

Pour une liste complète des Cahiers d'études publiés par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.5 AUTRES PUBLICATIONS DE LA BCL

- Catalogue numismatique, édition 2022

Pour une liste complète des autres publications publiées par la Banque centrale du Luxembourg, veuillez consulter le site internet de la BCL (www.bcl.lu).

4.6 PUBLICATIONS ET PRÉSENTATIONS EXTERNES DU PERSONNEL DE LA BCL

4.6.1 Publications externes du personnel de la BCL

Ciccone, J., L. Marchiori and R. Morhs (2022): "The flow-performance relationship of global investment funds", *Journal of International Money and Finance*, forthcoming.

Fegatelli, P. (2021): "The one trillion euro CBDC: Issuing a digital euro without disrupting the bank lending channel", *SUERF Policy Briefs*, No. 209.

Fegatelli, P. (2022): "A central bank digital currency in a heterogeneous monetary union: Managing the effects on the bank lending channel", *Journal of Macroeconomics*, **71**: 103392.

Fève, P., P. Garcia Sanchez, A. Moura and O. Pierrard (2021): "Costly default and skewed business cycles", *European Economic Review*, **132**.

Garcia Sanchez, P. (2022): "Learning, Uncertainty, and Monetary Policy", *Annals of Economics and Statistics*, **145**: 5-28.

Garcia Sanchez, P., P. Jacquinet, Č. Lenarčič, M. Lozej and K. Mavromatis (2022): "Global models for a global pandemic: The impact of COVID-19 on small euro area economies," *SUERF Policy Briefs*, No. 272.

Han, Y., P. Pieretti and G. Pulina (2022): "The impact of tax and infrastructure competition on the profitability of local firms", *International Tax and Public Finance*, forthcoming.

Marchiori, L. (2021): "Monetary theory reversed: Virtual currency issuance and the inflation tax", *Journal of International Money and Finance*, **117**(C).

Marchiori, L. and O. Pierrard (2022): "Health Subsidies, prevention and welfare", *Journal of Public Economic Theory*, forthcoming.

Mathä, T.Y., S. Millard, T. Rööm, L. Winttr and R. Wyszynski (2021): "Shocks and adjustments of firms: Evidence from a survey among European firms", *Oxford Economic Papers*, **73**(3), 1008–1033.

Moura, A. (2021): "Are neutral and investment-specific technology shocks correlated?", *European Economic Review*, **139**.

Moura, A. (2022): "Trend breaks and the long-run implications of investment-specific technological progress", *Applied Economics Letters*, forthcoming.

4.6.2 Présentations externes

Fegatelli, P. (2021): "A central bank digital currency in a heterogeneous monetary union: Managing the effects on the bank lending channel", Third International Conference on European Studies, Center for European Studies.

Fegatelli, P. (2021): "The one trillion euro digital currency: How to issue a digital euro without threatening monetary policy transmission and financial stability?", 10th International Conference of the Financial Engineering and Banking Society, IAE - Lille University - School of Management.

Garcia Sanchez, P. (2021): "Learning, Uncertainty, and Monetary Policy" at the 2nd Sustainable Finance Center Conference, Toulouse School of Economics.

Garcia Sanchez, P. (2022): "On Climate Tail Risks" at the 21st Journées Louis-André Gérard-Varet, International Conference in Public Economics.

Ziegelmeier, M. (2021): "Objectified Housing Sales and Rent Prices in Representative Household Surveys: the Impact on Macroeconomic Statistics, HFCN Research Seminar.

5 PUBLICATIONS DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

Pour une liste complète des documents publiés par la Banque centrale européenne (BCE), ainsi que pour les versions traduites dans les langues officielles de l'UE, veuillez consulter le site internet de la BCE www.ecb.int.

For a complete list of the documents published by the European Central Bank (ECB) and for the versions in all official languages of the European Union, please visit the ECB's web site www.ecb.int.

COMMANDE / ORDER

BCE/ ECB
Postfach 160319
D-60066 Frankfurt am Main
<http://www.ecb.int>

6 LISTE DES ABRÉVIATIONS

| | |
|-------------|--|
| ABBL | Association des Banques et Banquiers, Luxembourg |
| AFN | Avoirs financiers nets |
| BCE | Banque centrale européenne |
| BCL | Banque centrale du Luxembourg |

| | |
|-----------------|--|
| BCN | banque(s) centrale(s) nationale(s) |
| BEI | Banque européenne d'investissement |
| BERD | Banque européenne pour la reconstruction et le développement |
| BRI | Banque des règlements internationaux |
| CPI | Consumer Price Index |
| CSSF | Commission de surveillance du secteur financier |
| DTS | Droits de tirage spéciaux |
| ECB | European Central Bank |
| ECG | Enlarged Contact Group on the Supervision of Investment Funds |
| EIB | European Investment Bank |
| EMU | Economic and Monetary Union |
| EU | European Union |
| EUR | euro |
| EUROSTAT | Office statistique des Communautés Européennes |
| FBCF | Formation brute de capital fixe |
| FCP | Fonds commun de placement |
| FMI | Fonds monétaire international |
| GAFI | Groupe d'action financière pour la lutte contre le blanchiment de capitaux |
| GDP | Gross domestic product |
| HICP | Harmonised Index of Consumer Prices |
| IGF | Inspection générale des finances |
| IFM | Institution financière monétaire |
| IPC | Indice des prix à la consommation |
| IPCH | Indice des prix à la consommation harmonisé |
| MFI | Monetary Financial Institution |

| | |
|------------------|--|
| OCDE | Organisation de coopération et de développement économiques |
| OECD | Organisation for Economic Cooperation and Development |
| OICV | Organisation internationale des commissions de valeurs |
| OLS | Ordinary least squares |
| OPC | Organisme de placement collectif |
| OPCVM | Organisme de placement collectif en valeurs mobilières |
| OPEP | Organisation des pays exportateurs et producteurs de pétrole |
| PIB | Produit intérieur brut |
| PSC | Pacte de stabilité et de croissance |
| PSF | Autres professionnels du secteur financier |
| SEBC | Système européen de banques centrales |
| SEC | Système européen de comptes |
| SICAF | Société d'investissement à capital fixe |
| SICAV | Société d'investissement à capital variable |
| SWIFT | Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication s.c. |
| SYPAL GIE | Groupement d'intérêt économique pour la promotion et la gestion des systèmes de paiement au Luxembourg |
| TARGET | Trans-European Automated |
| SYSTEM | Realtime Gross settlement Express Transfer system |
| SYSTÈME | Transfert express automatisé |
| TARGET | transeuropéen à règlement brut en temps réel |
| TCE | Traité instituant la Communauté européenne |
| UCI | Undertaking for Collective Investments |
| UCITS | Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities |
| UCM | Union des caisses de maladie |

| | |
|------------|----------------------------------|
| UE | Union européenne |
| UEM | Union économique et monétaire |
| USD | Dollar des États-Unis d'Amérique |
| VNI | Valeur nette d'inventaire |



BANQUE CENTRALE DU LUXEMBOURG

EUROSYSTEME

2, boulevard Royal
L-2983 Luxembourg

Téléphone : +352 4774-1
Télécopie : +352 4774-4910

www.bcl.lu • sg@bcl.lu