

2 LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE LA BCL DANS LE CADRE DES PROJECTIONS DE L'EUROSISTÈME DE DÉCEMBRE 2022 FINALISÉES LE 30 NOVEMBRE 2022

Les projections macroéconomiques de la BCL de décembre 2022 font partie intégrante de l'exercice de projection commun de l'Eurosystème dont les résultats ont été publiés par la BCE le 15 décembre 2022. Ces projections pour le Luxembourg et la zone euro ont été finalisées le 30 novembre 2022 sur la base d'hypothèses techniques et relatives à l'environnement international du 24 novembre 2022.

Au moment de la publication de ce chapitre, soit au début février 2023, le scénario macroéconomique a évolué. Les prix internationaux du gaz et de l'électricité ont considérablement baissé par rapport aux niveaux qui prévalaient encore à la fin novembre 2022. Si ces prix devaient s'établir durablement à des niveaux plus bas, alors cela aurait une incidence à la baisse sur les projections d'inflation. A court terme toutefois, cette incidence serait contenue puisque le mécanisme du plafonnement des prix, en vigueur en tout cas jusqu'en décembre 2023, exercerait ses effets sur la formation des prix à la consommation.

Les dernières projections macroéconomiques de la BCL, élaborées dans un contexte conjoncturel difficile, datent de juin 2022³⁴³. L'agression de l'Ukraine par la Russie a constitué un choc majeur en Europe 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. Avant la guerre en Ukraine, la situation économique était plutôt favorable au Luxembourg. La publication en mars 2022 des comptes nationaux pour l'année 2021 avait révélé une forte reprise de l'activité économique liée à la détente de la situation pandémique en Europe et au relâchement des mesures sanitaires.

Dans ce contexte, la BCL prévoyait, lors de la finalisation de ses dernières projections, une forte décélération de la croissance du PIB réel en 2022, largement sur fond d'une dégradation considérable de l'environnement international, suivi d'une normalisation graduelle à moyen terme.


1 ÉVOLUTIONS RÉCENTES

Depuis la finalisation des projections de juin 2022, le diagnostic conjoncturel est plutôt mitigé. La publication, en octobre 2022, des comptes nationaux annuels a confirmé la forte reprise de l'activité économique au Luxembourg en 2021, bien que la croissance du PIB réel ait été révisée à la baisse par rapport aux premières estimations, de 6,9 % à 5,1 %. En combinaison avec un impact plus modéré de la crise sanitaire en 2020, l'activité économique aurait néanmoins dépassé son niveau de pré-crise (2019) en 2021.

L'évolution de l'activité au premier semestre de l'année 2022, telle que recensée par les comptes nationaux trimestriels, aurait montré des signes de décélération par rapport aux trimestres précédents. Ainsi, le taux de variation trimestriel aurait été de 0,1 % en moyenne au premier semestre, contre 0,7 % au semestre précédent. L'acquis de croissance pour l'année 2022, tel qu'enregistré à la fin du deuxième trimestre 2022 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait seulement à 1,6 %³⁴⁴.

343 Voir BCL, Bulletin 2022/3, pp. 61-73.

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



S'agissant de la deuxième moitié de l'année 2022, les évolutions sur les marchés financiers sont restées plutôt volatiles en raison d'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 dans la zone euro et aux États-Unis. Les marchés boursiers, tels que recensés par l'indice Euro Stoxx 50, sont restés, en novembre, largement en dessous de leur niveau atteint à la fin de l'année 2021 (- 11 %). C'est dans ce contexte que la valeur nette d'inventaire (VNI) des OPC s'est inscrite en baisse de 1,9 % (sur une base trimestrielle) au troisième trimestre 2022, de sorte que l'acquis de croissance de la VNI fin septembre pour l'année 2022 est négatif et s'est chiffré à - 3,0 %. Cependant, selon le compte des profits et pertes agrégé des établissements de crédit, le produit bancaire (+ 22 %) s'est inscrit en forte hausse au troisième trimestre 2022, ce qui est surtout dû à une hausse de la marge d'intérêts des banques (+ 41 %). Au total, ces données laissent augurer une année plutôt contrastée pour le secteur financier.

En ce qui concerne l'économie domestique, le marché de travail est resté résilient malgré le ralentissement de l'activité. La croissance de l'emploi a ralenti pour atteindre 3,4 % (en glissement annuel) au troisième trimestre 2022, restant supérieure à sa moyenne historique. Le taux de chômage global a légèrement augmenté en septembre 2022 (pour atteindre 4,8 %), mais il reste néanmoins à son niveau le plus bas depuis début 2009. Le marché du travail se caractérise par une pénurie de main-d'œuvre dans beaucoup de secteurs, notamment l'industrie et la construction, ce qui est aussi un signe du dynamisme de l'activité. Selon les enquêtes de conjoncture auprès des entreprises de l'industrie et de la construction, la confiance s'est fortement dégradée à partir du deuxième trimestre 2022.

En automne, le gouvernement a aussi renforcé les mesures visant à lutter contre la hausse de l'inflation et à atténuer les effets de la crise de l'énergie pour les consommateurs et les entreprises. Ces mesures comportent, entre autres, un plafonnement des prix du gaz, un gel des prix de l'électricité, des transferts de l'État aux ménages à bas revenus et des aides financières pour les entreprises.

L'activité dans l'économie luxembourgeoise est concentrée dans les services et les services financiers en particulier. Comparativement à d'autres économies qui ont des bases plus importantes dans l'industrie, l'économie luxembourgeoise devrait être moins impactée par l'envolée des prix du gaz et de l'électricité. Elle est néanmoins une petite économie très ouverte et reste de ce fait très exposée à la dégradation substantielle de l'environnement international et européen. La guerre en Ukraine, plus longue que prévu, les effets de l'inflation élevée et la réapparition de la COVID-19 en Asie conduisant à des verrouillages partiels de l'économie sont autant d'éléments qui ont contribué à une détérioration de l'environnement international. Dans ce contexte, l'activité économique au Luxembourg devrait fortement décélérer en 2022 et rester faible en 2023 avant de se normaliser à moyen terme.

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 1.

Entre juin et novembre 2022, le prix du pétrole a reculé de 26 %, pour s'établir autour de 94 dollars le baril. D'après les hypothèses basées sur les prix des contrats à terme, le prix du pétrole devrait poursuivre sa baisse jusqu'en décembre 2025. En moyenne annuelle, le prix du pétrole s'établirait à environ 105 dollars en 2022, 86 dollars en 2023, 80 dollars en 2024 et 76 dollars en 2025. Par rapport aux prévisions de juin 2022, les hypothèses concernant le prix du pétrole ont été révisées à la baisse de 2022 à 2024.

Les hypothèses relatives au prix du gaz, qui ont été revues à la hausse de 2022 à 2024, s'établissent à 124 € par mégawatt heure (MWh) tout au long de 2023 et signalent une baisse après la saison d'hiver 2023-24 et une nouvelle baisse en 2025. Le prix de l'électricité, devrait pour sa part fortement progresser en moyenne annuelle en 2023 avant de reculer en 2024 et 2025.

Après avoir enregistré un rebond technique en 2021, le PIB mondial (hors zone euro) devrait ralentir en 2022 avant d'accélérer, tout en continuant d'afficher des taux de croissance moins élevés que 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 et 2025.

La demande internationale adressée au Luxembourg devrait également ralentir en 2022 et 2023 avant de s'affermir en 2024 et 2025. 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 à nos projections de juin 2022, la croissance de cette demande externe a été sensiblement révisée à la hausse en 2022 et marginalement à la baisse en 2023 et 2024.

Les marchés boursiers, dont l'évolution est synthétisée par l'indice EuroStoxx large, devraient en moyenne annuelle s'inscrire en baisse en 2022, se redresser quelque peu en 2023 puis, peu évoluer en 2024 et 2025. Par rapport à juin dernier, les évolutions anticipées de cet indice ont été révisées à la baisse en 2022 et à la hausse en 2023 et 2024. Enfin, les hypothèses sur le taux de change de l'euro ont été revues à la baisse par rapport à juin : en moyenne annuelle, l'euro devrait désormais s'établir à 1,05 dollar en 2022 et à 1,03 dollar de 2023 à 2025. 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 aussi révisées à la hausse en 2022 et, de manière plus marquée encore, en 2023 et 2024.

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

Tableau 1 :

Hypothèses techniques et hypothèses relatives à l'environnement international³⁴⁵(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)³⁴⁶

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2022				RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2022		
	2022	2023	2024	2025	2022	2023	2024
Prix du pétrole en \$/bl	105	86	80	76	-1	-7	-5
Prix (de gros) du gaz naturel en €/MWh	123	124	98	69	24	43	35
Prix (de gros) de l'électricité en €/MWh	262	325	234	164	-	-	-
Taux de change \$/€	1,05	1,03	1,03	1,03	-0,02	-0,02	-0,02
Taux d'intérêt à 3 mois (niveau en %)	0,4	2,9	2,7	2,5	0,4	1,6	1,1
Taux d'intérêt à 10 ans (niveau en %)	1,8	2,6	2,7	2,7	0,4	0,7	0,6
Eurostoxx (évolution en %)	-7	1	1	1	-2	5	2
Commerce mondial (hors zone euro)	5,6	1,9	3,3	3,3	1,3	-1,2	-0,4
PIB mondial (hors zone euro)	3,3	2,6	3,1	3,3	0,2	-0,9	-0,5
Demande internationale adressée au Luxembourg	7,7	1,9	2,9	3,0	3,3	-0,9	-0,3

Source : BCE

3 LES PROJECTIONS MACROÉCONOMIQUES DE L'EUROSYSTÈME DE DÉCEMBRE 2022

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.

Selon les projections macroéconomiques de décembre 2022 de l'Eurosystème³⁴⁷, le PIB en volume dans la zone euro devrait croître de 3,4 % en 2022, 0,5 % en 2023, 1,9 % en 2024 et 1,8 % en 2025. Par rapport aux projections macroéconomiques de septembre 2022, établies par les services de la BCE, les perspectives de croissance du PIB ont été révisées à la hausse de 0,3 point de pourcentage pour 2022, révisées à la baisse de 0,4 point de pourcentage pour 2023 et sont restées inchangées pour 2024 (voir le tableau 2).

La crise énergétique en cours, l'inflation et l'incertitude élevées, le ralentissement mondial ainsi que le resserrement des conditions de financement freinent l'activité économique et ont déjà entraîné un net ralentissement de la croissance du PIB réel au troisième trimestre de 2022. Une récession de courte durée et peu profonde dans la zone euro au tournant de l'année est intégrée dans ces projections. Alors que les conséquences économiques de la guerre en Ukraine se déploient et alimentent les fortes pressions inflationnistes, les revenus réels disponibles s'érodent et la flambée des coûts freine la production, en particulier dans les industries à forte intensité énergétique. Les répercussions économiques négatives devraient être partiellement atténuées par des mesures de politique budgétaire. En outre, en raison du niveau élevé des stocks de gaz naturel et des efforts en cours pour réduire la demande et remplacer le gaz russe par d'autres sources, la zone euro devrait pouvoir éviter de procéder à des interruptions obligatoires de la production liées à l'énergie sur l'horizon de projection, même si les risques de perturbations de l'approvisionnement énergétique restent élevés, en particulier pour l'hiver 2023-24.

³⁴⁵ Les hypothèses techniques, telles que celles relatives aux prix du pétrole et aux taux de change, ont été arrêtées le 23 novembre 2022. Les projections pour l'économie mondiale ont été finalisées le 24 novembre.

³⁴⁶ Les révisions par rapport aux projections de juin 2022 sont calculées en différence absolue pour le prix du pétrole et le prix du gaz naturel, 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.

³⁴⁷ Voir sous https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202212_eurosystemstaff-6c1855c75b.en.html.

La croissance de la consommation privée devrait diminuer sensiblement en 2023, puis reprendre progressivement en 2024-25. En effet, le choc énergétique dû à la guerre en Ukraine a non seulement fait grimper les prix à la consommation et généré de l'incertitude, mais il a aussi gravement affecté la confiance des consommateurs et freiné l'évolution de leurs revenus réels. De ce fait, il a eu un impact négatif sur les dépenses réelles des ménages et pourrait entraîner une contraction de la consommation à court terme. En moyenne annuelle, la croissance de la consommation des ménages devrait fortement ralentir en 2023, avant de se redresser progressivement et croître modérément en 2024 et 2025.

L'investissement des entreprises devrait, à court terme, être fortement affecté par plusieurs facteurs. Il s'agit de l'incertitude accrue liée à la guerre en Ukraine, des prix élevés de l'énergie et de la hausse des taux d'intérêt, qui ont entraîné une baisse de la confiance des entreprises et des prévisions d'activité dans le secteur des biens d'équipement. Ces facteurs, conjugués à des préoccupations plus générales concernant de potentielles contraintes d'approvisionnement en énergie, devraient entraîner à court terme une contraction courte mais brutale des investissements des entreprises. Par la suite, ces investissements devraient se redresser progressivement, à mesure que l'incertitude se dissipe, que les goulets d'étranglement au niveau de l'offre s'atténuent et que la demande finale se renforce. Les déploiements de fonds en cours, dans le cadre du programme « Next Generation EU » (NGEU)³⁴⁸, devraient favoriser l'investissement privé, ce dernier étant par ailleurs stimulé par les efforts croissants des entreprises pour décarboniser leur production (notamment dans le cadre de l'initiative REPowerEU³⁴⁹ de l'UE) dans un contexte de réduction de la dépendance vis-à-vis des approvisionnements énergétiques russes.

Le ralentissement de l'économie mondiale devrait peser sur le commerce de la zone euro en 2023. Cette année-ci, des taux de croissance plus modestes sont attendus pour les importations et les exportations de la zone euro, après deux années de reprise suite à la pandémie. Cela est principalement lié à la baisse attendue de la demande de biens durables. La reprise du tourisme devrait ralentir quelque peu, car la demande refoulée s'estompe et la confiance des consommateurs ainsi que le revenu disponible sont affectés par la guerre en Ukraine et le choc énergétique à court terme. À moyen terme, les perspectives pour le secteur des exportations devraient être modérées en raison des pertes de compétitivité dues aux prix élevés de l'énergie. La croissance des importations devrait, quant à elle, rester contenue à moyen terme.

Après une forte augmentation en 2022, la croissance de l'emploi devrait diminuer sensiblement en 2023, en raison d'une baisse de la demande de main-d'œuvre due au ralentissement de l'économie. À partir de 2024, l'emploi devrait globalement suivre le rythme des améliorations prévues de l'activité économique. Le taux de chômage devrait pour sa part augmenter pour atteindre 6,9 % en 2023, puis diminuer continuellement pour s'établir à 6,6 % en 2025.

348 « 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.

Les 750 milliards d'euros sont exprimés aux prix de 2018. Le chiffre en prix courants dépasse 800 milliards d'euros. https://next-generation-eu.europa.eu/index_fr.

349 Le plan REPowerEU de la Commission européenne vise à rendre l'Europe indépendante des combustibles fossiles russes et à accélérer la transition écologique, tout en renforçant la résilience du système énergétique à l'échelle de l'UE. Ces mesures sont détaillées dans le lien suivant : https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/priorities-2019-2024/european-green-deal/repower-eu-affordable-secure-and-sustainable-energy-europe_fr.

Tableau 2 :

Projections macroéconomiques pour la zone euro
(taux de variation annuels en pourcentages, sauf mention contraire)

	DÉCEMBRE 2022					SEPTEMBRE 2022			
	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024
PIB réel	5,2	3,4	0,5	1,9	1,8	5,2	3,1	0,9	1,9
Consommation privée	3,8	4,0	0,7	1,5	1,5	3,7	3,6	0,7	1,2
Consommation publique	4,3	1,0	-1,0	1,1	1,3	4,2	1,4	-1,3	1,0
Investissement	3,6	3,1	0,7	2,2	2,8	3,8	3,1	1,6	3,0
Exportations	10,3	7,5	2,9	3,8	3,4	10,5	6,1	3,8	3,9
Importations	8,2	7,9	3,1	3,3	3,4	8,2	6,5	3,1	3,3
Emploi	1,3	2,1	0,4	0,5	0,5	1,3	2,0	0,2	0,2
Taux de chômage ³⁵⁰	7,7	6,7	6,9	6,8	6,6	7,7	6,7	6,9	7,0
IPCH	2,6	8,4	6,3	3,4	2,3	2,6	8,1	5,5	2,3
IPCH hors alimentation et énergie	1,5	3,9	4,2	2,8	2,4	1,5	3,9	3,4	2,3
Solde budgétaire des administrations publiques ³⁵¹	-5,1	-3,5	-3,7	-2,7	-2,6	-5,1	-3,8	-2,9	-2,7
Dettes brutes des administrations publiques ³⁵²	95,3	91,5	90,6	89,2	88,0	95,6	92,3	90,7	89,9

Source : BCE

Concernant les finances publiques, d'importantes mesures de relance budgétaire supplémentaires ont été intégrées dans le scénario de référence par rapport aux projections de septembre 2022. Il s'agit principalement des mesures de soutien budgétaire additionnelles décidées par les gouvernements en réponse à la flambée des prix de l'énergie et au coût élevé de la vie. Le total des mesures de relance budgétaire liées à la crise énergétique et à la guerre en Ukraine intégrées dans cet exercice de projections s'élève à environ 2 % du PIB en 2022-23.

Le solde budgétaire de la zone euro devrait s'améliorer en 2022 et atteindre -3,5 % du PIB, après -5,1 % du PIB en 2021, avant de baisser à -3,7 % en 2023. Des améliorations sont prévues en 2024 et, dans une moindre mesure, en 2025, de sorte qu'à la fin de l'horizon, le solde budgétaire devrait s'établir à -2,6 % du PIB. Ce ratio reste néanmoins bien inférieur à ce qui avait pu être observé avant la pandémie (-0,6 %). Par rapport aux projections de septembre 2022, la trajectoire du solde budgétaire a été revue à la hausse pour 2022 et sensiblement à la baisse pour 2023, tout en restant inchangée pour 2024.

Après la forte augmentation enregistrée en 2020, la dette publique globale de la zone euro devrait de son côté diminuer sur l'horizon de projection, pour atteindre 88 % du PIB en 2025, ce qui reste supérieur à son niveau pré-pandémique (84 %). Cette baisse serait principalement due aux écarts favorables entre les taux d'intérêt et la croissance du PIB nominal, qui font plus que compenser les déficits primaires persistants, bien qu'en baisse. Le ratio dette/PIB a été revu à la baisse sur l'horizon de projection, principalement en raison d'effets de base à partir de 2021 et de projections un peu plus favorables pour le différentiel entre les taux d'intérêt et les taux de croissance.

En ce qui concerne les prix, l'inflation s'est établie à 10,0 % en novembre, soit en retrait par rapport au taux de 10,6 % enregistré en octobre. Cette baisse résulte principalement de la diminution de l'inflation

350 Pourcentages de la population active.

351 Pourcentages du PIB.

352 Pourcentages du PIB.

des prix de l'énergie. La hausse des prix des produits alimentaires et les pressions inflationnistes sous-jacentes de l'ensemble de l'économie se sont renforcées et devraient persister pendant un certain temps.

L'Eurosystème a sensiblement revu à la hausse ses projections d'inflation. Les projections macroéconomiques de décembre 2022 de l'Eurosystème prévoient une inflation annuelle de 8,4 % en 2022, 6,3 % en 2023, 3,4 % en 2024 et 2,3 % en 2025. L'inflation mesurée au moyen de l'IPCH à l'exclusion des biens alimentaires et de l'énergie devrait quant à elle s'établir à 3,9 % en moyenne en 2022 et atteindre 4,2 % en 2023, avant de retomber à 2,8 % en 2024 et 2,4 % en 2025.

Par rapport aux projections de septembre 2022, l'inflation globale a été sensiblement révisée à la hausse pour 2022 (de 0,3 point de pourcentage), 2023 (de 0,8 point de pourcentage) et 2024 (de 1,1 point de pourcentage), en raison de données récentes, d'une réévaluation de l'intensité et de la persistance des pressions sur les prix de production, d'une croissance plus forte des salaires et d'une augmentation des prix des produits alimentaires de base. Ces effets à la hausse ont plus que compensé l'impact à la baisse des hypothèses des prix du pétrole, du gaz et de l'électricité, d'une atténuation plus rapide des goulets d'étranglement au niveau de l'offre, de l'appréciation récente de l'euro et des perspectives de croissance plus faibles. Les nouvelles mesures budgétaires décidées depuis les projections de septembre 2022, dont la plupart visent à réduire les augmentations des prix de l'énergie en 2023, atténuent la révision à la hausse de l'inflation en 2023, mais contribuent de manière significative à la révision à la hausse en 2024, car bon nombre de ces mesures devraient expirer.

Compte tenu de la forte incertitude entourant les perspectives économiques, les projections de décembre 2022 de l'Eurosystème sont complétées par un scénario alternatif baissier. Par rapport au scénario de référence, le scénario alternatif envisage un conflit plus long en Ukraine et une coupure complète du gaz russe, avec un niveau de substitution par des sources alternatives beaucoup plus faible que celui prévu dans les projections de base. Il suppose également une hausse des prix des produits de base, une incertitude accrue, un affaiblissement des échanges commerciaux et une détérioration des conditions de financement par rapport au scénario de base. L'activité économique subirait donc des chocs négatifs plus importants et serait considérablement plus faible que dans les projections de base en 2023 et 2024.

Dans ce scénario alternatif baissier, l'inflation s'établirait en moyenne à 7,4 % en 2023, 3,6 % en 2024 et 2,0 % en 2025. De son côté, le PIB réel se contracterait de 0,6 % en 2023, enregistrerait une quasi-stagnation en 2024 (+0,2 %) et rebondirait de 2 % en 2025.

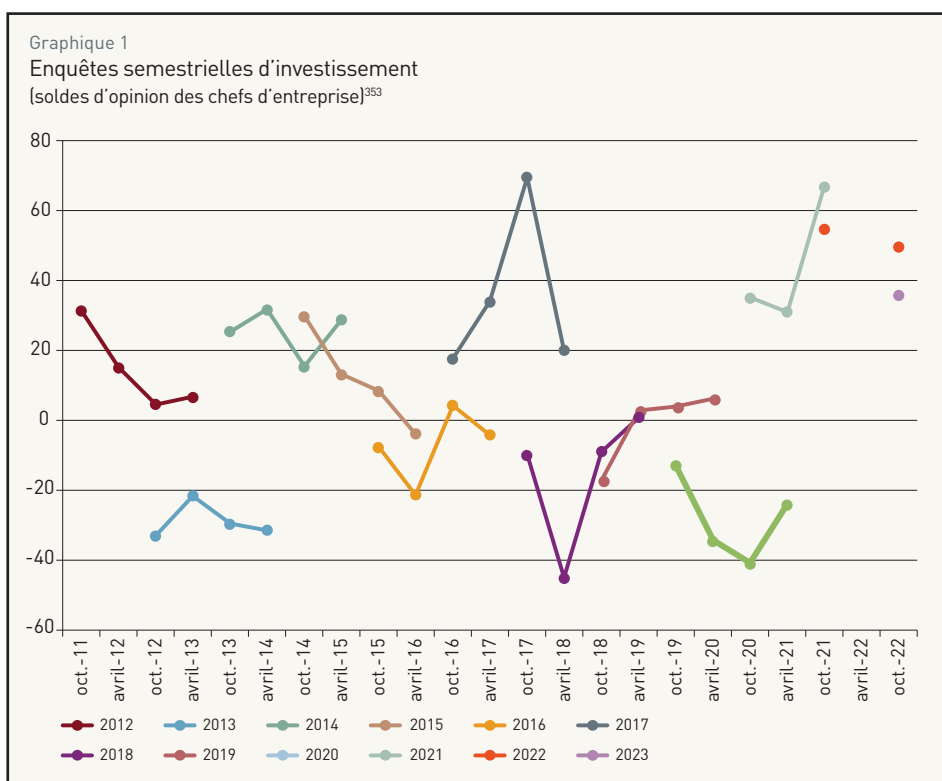
Lors de sa réunion du 15 décembre 2022, le Conseil des gouverneurs a évalué que les risques qui pèsent sur les perspectives de croissance économique sont orientés à la baisse, en particulier à court terme. La guerre contre l'Ukraine reste un risque baissier important pour l'économie de la zone euro. Les coûts de l'énergie et des denrées alimentaires pourraient également rester plus élevés que prévu. Un ralentissement supplémentaire de la croissance dans la zone euro pourrait se produire si l'économie mondiale devait s'affaiblir plus fortement que prévu.

Les risques pesant sur les perspectives d'inflation sont principalement orientés à la hausse. À court terme, les pressions existantes sur les prix de production tout au long de la chaîne de production pourraient entraîner des hausses plus fortes que prévu des prix à la consommation de l'énergie et des denrées alimentaires. À moyen terme, les risques proviennent principalement de facteurs domestiques tels qu'une hausse persistante des anticipations d'inflation ou d'augmentations de salaires plus élevées que prévu. En revanche, une baisse des coûts de l'énergie ou un nouvel affaiblissement de la demande réduirait les pressions sur les prix.

4 PROJECTIONS DU PIB RÉEL ET DE SES COMPOSANTES

Les projections de la BCL de décembre 2022 font état d'une progression du PIB réel en 2022, de l'ordre de 1,8 %. La dégradation de l'environnement international devrait fortement freiner la reprise économique, malgré le rebond qui était en cours en lien avec la sortie de la pandémie. Par rapport aux projections de juin 2022, la croissance du PIB réel est révisée légèrement à la baisse, de l'ordre de 0,2 p.p., surtout en raison d'un contexte international plus mitigé.

Le ralentissement de l'activité économique serait général, entraînant donc un abaissement des projections de toutes les principales composantes de la demande. Dans le secteur privé, l'incertitude élevée liée aux perspectives économiques globales de même que l'inflation élevée freineraient la consommation des ménages et les dépenses d'investissement des entreprises. Malgré les dépenses additionnelles prévues dans les accords tripartites du printemps et de l'automne 2022, la demande publique devrait aussi décélérer principalement en raison du ralentissement important des mesures prises par le gouvernement pour faire face à la crise économique liée à la COVID-19, dont notamment une baisse des dépenses pour le chômage partiel. Les exportations nettes devraient pour leur part stagner en 2022.



Note : Les résultats de l'enquête d'avril 2022 n'ont pas été publiés pour le Luxembourg.

Source : Commission européenne

Selon les enquêtes d'investissement du mois d'octobre 2022 (voir le graphique 1), les chefs d'entreprise du secteur manufacturier sont restés optimistes en matière d'investissements. La majorité des chefs d'entreprise ont ainsi confirmé une hausse des dépenses d'investissement en 2022. En dépit des vents contraires résultant du ralentissement économique et d'une période prolongée d'inflation élevée, les résultats de l'enquête suggèrent aussi une augmentation des dépenses d'investissement pour l'année 2023. Le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur manufacturier est resté stable au quatrième trimestre 2022 et se situe désormais à un niveau supérieur à sa moyenne enregistrée au cours des dernières années, ce qui suggérerait un besoin d'accroissement du stock de capital.

³⁵³ 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.

Cependant, les conditions de financement pour les entreprises pourraient se dégrader en 2022 et 2023. Ainsi, les banques au Luxembourg anticipent un durcissement de leurs critères d'octroi pour les prêts aux entreprises. Des hausses supplémentaires anticipées des taux d'intérêts directeurs de la BCE devraient également renchérir les coûts de financement des entreprises auprès des banques.

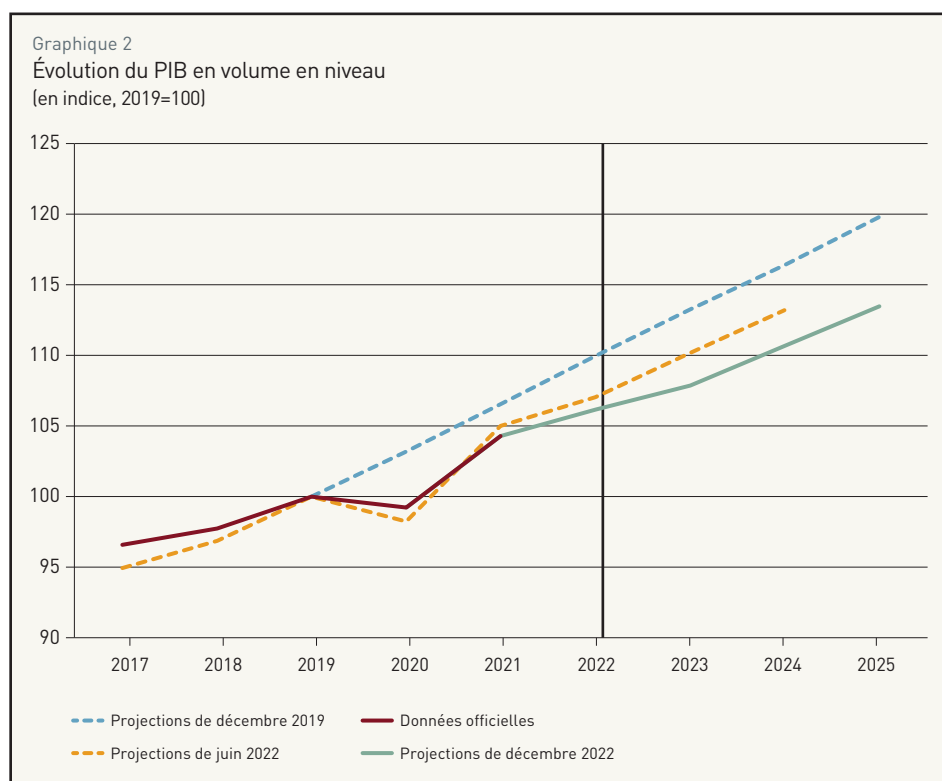
Au-delà de 2022, les attentes concernant l'activité économique sont plus modérées, ce qui s'explique en grande partie par la morosité des perspectives internationales. Sur le plan national, la demande intérieure devrait rester plutôt résiliente, dans le contexte de la résilience du marché du travail et du soutien budgétaire important. Les mesures gouvernementales devraient atténuer l'impact négatif sur la consommation et l'investissement privé. Ainsi, la croissance du PIB réel ne ralentirait que légèrement en 2023.

En 2024 et 2025, la croissance du PIB réel se rapprocherait à nouveau de sa moyenne telle qu'observée depuis la crise financière en 2008/2009. En l'absence d'une reprise plus importante à la fin de l'horizon de projection, l'activité économique resterait inférieure aux niveaux anticipés précédemment (par exemple, lors de nos projections de juin 2022). Dans son ensemble, il en résulte que la crise géopolitique suivie d'une période prolongée d'inflation très élevée impliquerait des pertes plus persistantes pour l'économie du Luxembourg.

Dans son rapport sur le mécanisme d'alerte³⁵⁴ publié le 22 novembre 2022, la Commission européenne observe que ses préoccupations liées à la hausse des prix de l'immobilier et à l'endettement des ménages au Luxembourg ont augmenté. Selon la Commission, le secteur bancaire est stable, mais présente néanmoins certains risques. De plus, des problèmes de compétitivité pourraient apparaître dans un contexte de croissance continue des coûts salariaux unitaires. La Commission a donc conclu qu'il était opportun d'examiner les vulnérabilités nouvellement apparues et leurs implications dans une analyse en profondeur (« *in-depth review* ») qui sera préparée dans le cadre du semestre européen 2023. Elle a 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 dépassaient le seuil indicatif. Une absence de déséquilibres macroéconomiques ainsi que des finances publiques saines constituent les bases nécessaires pour garantir la résilience de l'économie luxembourgeoise³⁵⁵.

354 Voir sous https://commission.europa.eu/publications/2023-european-semester-alert-mechanism-report_en.

355 Voir le chapitre 1.1.1. dans l'avis de la BCL sur le projet de budget 2023 qui est publié dans la première partie de ce bulletin.



Source : BCL

Tableau 3 :

Projections macroéconomiques générales de décembre 2022 et révisions par rapport à juin 2022

(taux de variation annuels en l'absence d'indications contraires)

	PROJECTIONS DE DÉCEMBRE 2022						RÉVISIONS PAR RAPPORT À JUIN 2022			
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2021	2022	2023	2024
PIB réel	-0,8	5,1	1,8	1,6	2,6	2,6	-1,8	-0,2	-1,3	-0,1
IPCH	0,0	3,5	8,2	2,3	3,6	1,7	-	1,0	-0,4	2,0
IPCN	0,8	2,5	6,4	3,4	4,6	1,9	-	0,5	-0,1	2,6
IPCN excluant l'énergie	1,5	1,5	4,5	4,5	3,2	2,4	-	0,2	1,5	0,8
IPCN énergie	-7,9	18,9	31,1	-7,1	21,3	-3,0	-	18,2	-6,5	22,9
Échelle mobile des salaires	2,5	0,6	3,8	5,3	4,6	3,1	-	-	2,8	0,2
Coût salarial moyen	1,2	6,0	4,5	6,5	5,3	3,6	0,9	-	2,8	0,1
Emploi salarié	1,7	3,0	3,4	2,1	2,5	2,8	-0,2	0,4	-0,4	-0,3
Taux de chômage	6,4	5,7	4,8	5,0	4,8	4,7	-	-0,2	-	-

Source : BCL

5 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 au cours de la première moitié de l'année 2022 grâce à l'assouplissement graduel des mesures sanitaires. Selon des estimations, la progression annuelle de l'emploi total se serait établie à 3,4 % au troisième trimestre 2022, en baisse par rapport au trimestre précédent. Les tensions sur le marché du travail demeurent importantes, malgré l'apparition de quelques signes d'apaisement. Le taux d'emploi s'est stabilisé à des niveaux records. Les perspectives d'embauches, telles qu'esquissées par les enquêtes d'opinion auprès des entrepreneurs, se sont dégradées (mais demeurent positives dans la construction et les services non financiers). Cette morosité accrue est accompagnée de craintes relatives à une pénurie de main-d'œuvre, qui demeurent élevées dans l'industrie, les services non financiers et, en particulier, la construction. Finalement, dans le sillage de la levée progressive des restrictions sanitaires et du resserrement des conditions d'octroi du chômage partiel, la part des salariés en chômage partiel a fortement reculé pour s'établir à moins de 2 % au troisième trimestre 2022, avant de s'inscrire en légère hausse au quatrième trimestre^{356 357}. Bien qu'en retrait par rapport aux pics atteints lors de la pandémie, la part des salariés potentiellement en chômage partiel (c'est-à-dire estimée sur la base des demandes introduites par les entreprises) demeure importante d'un point de vue historique^{358 359}.

356 Cette augmentation pourrait être le signe d'un ralentissement latent de l'activité dans l'industrie manufacturière.

357 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.

358 La part des salariés effectivement en chômage partiel est toutefois bien plus basse, puisque, par précaution, les entreprises ont tendance à formuler des demandes bien au-delà du besoin effectif.

359 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 quatrième trimestre 2022, plus de 80 % 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.

Malgré la bonne tenue du marché du travail, dans l'ensemble, les perspectives sont désormais moins favorables que prévu dans les projections de juin 2022, en raison de l'abaissement des prévisions de croissance.

Le nombre de personnes employées devrait continuer d'augmenter en 2023, mais à un rythme plus lent (2,1 %) que l'année précédente. La progression de l'emploi se redresserait en 2024 (à 2,5 %) et davantage encore l'année suivante (2,8 %). Après avoir atteint un point bas en début d'année 2022, le taux de chômage est resté à un niveau faible avant de s'inscrire en légère hausse en automne. Sous l'effet de moindres créations d'emplois en 2023, le taux de chômage remonterait à 5 %, un niveau toujours en deçà de son niveau pré-pandémique³⁶⁰. Par la suite, en 2024 et 2025, l'accélération de la progression de l'emploi s'accompagnerait d'un recul graduel du taux de chômage « strict ». La dynamique projetée sur le front de l'emploi demeurerait cependant insuffisante pour entraîner une diminution tangible du taux de chômage. À la progression plus modérée de l'emploi sur l'horizon de projection, 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* »³⁶¹). Bien qu'en retrait par rapport au pic atteint pendant la deuxième moitié de 2021, la part de chômeurs de longue durée demeure 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. 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. Les tensions importantes sur le marché du travail renforceraient le pouvoir de négociation des employés, un effet qui serait cependant quelque peu contrebalancé par une incertitude 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 suivantes³⁶². Les projections tiennent également compte de l'ajustement du salaire social minimum en janvier 2023. Sur l'horizon de projection (2023-2025), la progression des salaires nominaux s'expliquerait principalement par la contribution de l'indexation des salaires à l'évolution des prix. Sur la base des projections d'inflation, la prochaine tranche indiciaire devrait être déclenchée en début d'année 2023. Le paiement, en avril 2023, de la tranche indiciaire déclenchée en juillet 2022 (mais dont le paiement avait été reporté en vertu de la Loi du 29 juin 2022 portant transposition de certaines mesures prévues par l'accord tripartite de mars 2022) serait suivi du déclenchement d'une troisième tranche indiciaire au quatrième trimestre 2023. Sur l'horizon de projection (2023-2025), l'indexation contribuerait à hauteur de 4.3 p.p. en moyenne chaque année à l'évolution du coût salarial moyen. Au

360 Dans un contexte d'incertitude, les entreprises pourraient privilégier un ajustement de la marge intensive du travail (c'est-à-dire de la durée moyenne du travail, via, notamment, un recours accru au chômage partiel).

361 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).

362 Le 9 décembre 2022, soit après la finalisation des projections, la CGFP et le gouvernement ont signé un nouvel accord salarial dans la fonction publique, couvrant les années 2023 et 2024. Cet accord prévoit, entre autres, une augmentation « des valeurs respectives du point indiciaire de 5 % pour les 100 premiers points indiciaires touchés par mois » [pendant la période du 1^{er} janvier au 31 décembre 2023] et une hausse linéaire du point indiciaire de 1,95 % à partir de janvier 2024.



total, les salaires nominaux devraient progresser de 4,5 % en 2022 et de 6,5 % en 2023, avant de décélérer à plus de 4 % en moyenne en 2024 et 2025.

6 PRIX À LA CONSOMMATION

L'inflation globale, mesurée par l'indice des prix à la consommation national (IPCN) s'établirait à 6,4 % en 2022, avant de décélérer en 2023 pour atteindre 3,4 %. En 2024, la fin des mesures gouvernementales sur les prix de l'énergie impliquerait un rebond de l'inflation globale à 4,6 % qui décélèrerait ensuite à 1,9 % en 2025.

L'inflation sous-jacente, telle que mesurée par l'IPCN excluant les prix de l'énergie, serait également très élevée en 2022 et devrait atteindre 4,5 %. Elle se maintiendrait à ce niveau en 2023 avant de décélérer fortement à 3,2 % en 2024 et à 2,4 % en 2025, soit un niveau qui resterait néanmoins supérieur à sa moyenne historique.

À court terme, l'inflation sous-jacente serait soutenue par les indexations automatiques des salaires qui auraient lieu début 2023 et en avril 2023 (correspondant à la tranche indiciaire reportée de juillet 2022), par la pression à la hausse sur les prix à la production accumulée ces derniers mois, qui impliquerait une inflation soutenue des prix des biens manufacturés hors énergie et par l'inflation élevée des biens alimentaires. En effet, il est admis que les perturbations sur le marché des biens alimentaires, et dans une moindre mesure sur les chaînes de production, demeureraient relativement persistantes. La baisse temporaire des taux de TVA de 1 p.p. en 2023³⁶³, décidée par le gouvernement et les partenaires sociaux (accord tripartite) fin septembre 2022, permettrait de modérer quelque peu l'inflation sous-jacente. Néanmoins, à l'image de l'ensemble de ses composantes, l'inflation hors énergie resterait très élevée et supérieure à sa moyenne historique et une nouvelle tranche serait ainsi déclenchée dès la fin 2023. En 2024, les prix des biens alimentaires se normaliseraient alors que ceux des biens industriels non énergétiques décélèreraient fortement, mais resteraient supérieurs à leur moyenne historique. Avec l'accumulation des tranches indiciaires, l'inflation des services resterait nettement supérieure à 4,0 % et une nouvelle indexation des salaires est anticipée pour mai 2024. Dans ce contexte, l'inflation sous-jacente demeurerait supérieure à sa moyenne historique jusqu'à la fin de l'horizon de projection.

En 2022, l'inflation globale devrait donc s'établir à 6,4 % à la suite de l'inflation sous-jacente élevée et de l'importante contribution de la composante énergie. Le gouvernement et les partenaires sociaux ont également décidé de plafonner le prix du gaz et de geler le prix de l'électricité jusque fin 2023. Ces mesures empêcheraient l'inflation des prix de l'énergie d'exploser sans toutefois impliquer une contribution négative de ces composantes³⁶⁴. En revanche, la faiblesse du prix du pétrole en 2023 par rapport à 2022 induirait globalement une contribution négative des prix de l'énergie et une décélération de l'inflation globale qui s'établirait à 3,4 % en 2023. En 2024, avec l'expiration des mesures³⁶⁵ et le fait que les prix des contrats à terme (prix de gros) du gaz et de l'électricité pour 2024 soient actuellement nettement supérieurs au plafond en vigueur, les prix à la consommation du gaz et de l'électricité augmenteraient de manière significative. Les prix du gaz devraient en revanche baisser durant l'année 2025. La contribution de la composante énergie serait donc largement positive en 2024 et négative en 2025 avec une inflation globale qui rebondirait à 4,6 % en 2024 avant de décélérer à 1,9 % en 2025.

³⁶³ À l'exception du taux « super-réduit » de 3 %.

³⁶⁴ Ces mesures ont aussi pour effet de réduire l'incertitude relative à l'évolution future des prix à la consommation jusqu'à la fin 2023.

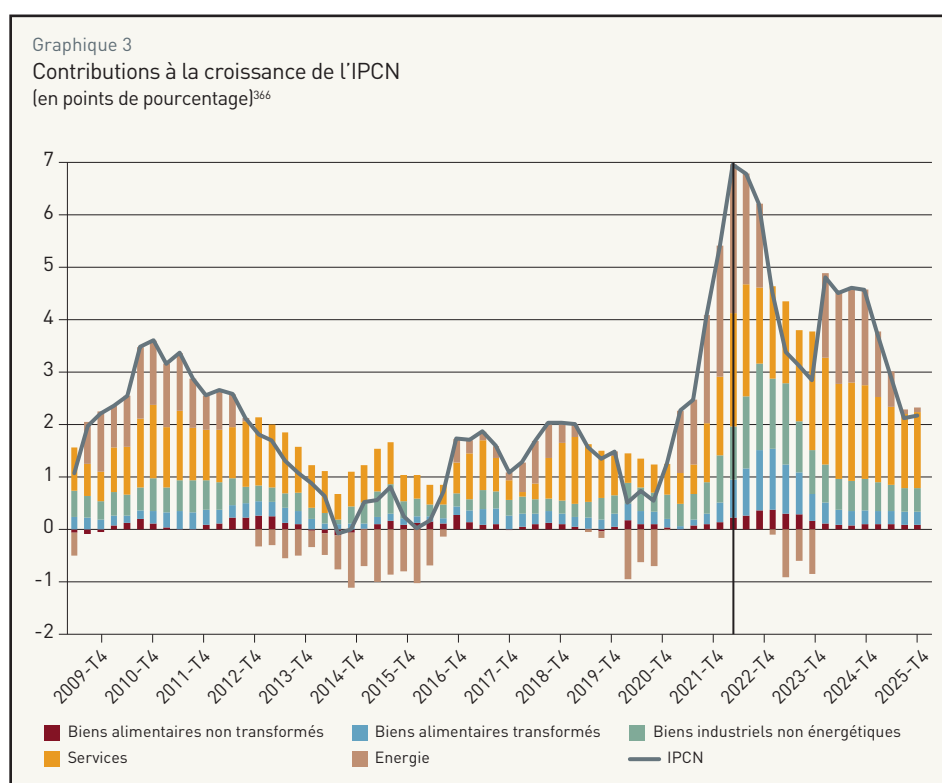
³⁶⁵ En sus des levées du gel du prix de l'électricité et du plafonnement du prix du gaz, les frais fixes pour l'accès au réseau du gaz seraient réintroduits.

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 8,2 %, mais serait inférieur à l'IPCN pour le reste de l'horizon de projection. Cette évolution différente s'explique par le poids plus important de l'énergie dans l'IPCH et par le fait que les pondérations des sous-composantes de l'énergie diffèrent entre les deux indices. En 2023, la contribution négative des prix de l'énergie serait due aux carburants qui ont une pondération plus forte dans l'IPCH que dans l'IPCN. En 2024, la contribution positive des prix de l'énergie serait due aux prix du gaz et de l'électricité qui ont une pondération plus faible dans l'IPCH que dans l'IPCN.


En comparaison avec l'exercice de juin, les projections de l'inflation sous-jacente ont été revues à la hausse sur l'ensemble de l'horizon de projection et les projections de l'inflation globale ont été revues à la hausse en 2022 et en 2024 et à la baisse en 2023. Cela s'explique par l'intégration des dernières données disponibles, la persistance des tensions sur les prix à la production et les prix des biens alimentaires ainsi que l'intégration de l'impact des mesures du gouvernement.

7 ANALYSE DES RISQUES

L'incertitude entourant la guerre en Ukraine et l'approvisionnement en énergie de la zone euro reste particulièrement élevée, ce qui présente des risques d'augmentation des prix des matières premières et de rationnement d'énergie dans la zone euro. Les projections de décembre 2022, finalisées fin novembre, 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 une coupure complète des fournitures de gaz provenant de Russie, avec des possibilités limitées de substitution par des pays tiers et des conditions hivernales plus intenses pour les années à venir. Ce scénario prévoit également des pertes importantes de production pour plusieurs industries dans la zone euro non seulement pour cet hiver, mais surtout pour l'hiver 2023/24. Les résultats de ce scénario suggèrent que la croissance du PIB réel dans la zone euro serait fortement négative en 2023 et qu'elle deviendrait à peine positive en 2024. Les prix de l'énergie et des matières premières alimentaires augmenteraient davantage, entraînant une inflation encore plus élevée en 2023. Évidemment, ce choc se répercuterait aussi sur l'économie luxembourgeoise, même si,



³⁶⁶ 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.



directement, le Luxembourg devrait être touché moins sévèrement compte tenu d'une part relativement plus basse des activités de production fortement énergivores. Néanmoins, compte tenu de son ouverture vers l'extérieur, l'économie luxembourgeoise serait également confrontée au risque d'une récession. Les mesures gouvernementales mises en œuvre pour le gaz et l'électricité atténueraient l'impact important sur l'inflation en 2023, mais pas en 2024, alors que l'inflation pourrait s'avérer plus élevée.

Le 7 décembre 2022, le STATEC a publié les comptes nationaux trimestriels pour le troisième trimestre de l'année en cours. Le taux de variation trimestriel au troisième trimestre aurait été de 3,0 %. L'acquis de croissance pour l'année 2022, tel qu'enregistré à la fin du troisième trimestre 2022 sur la base des seuls comptes nationaux trimestriels, se chiffrerait à 2,2 %, ce qui suggère un résultat plus positif de l'activité économique pour 2022 par rapport à nos projections macroéconomiques (1,8 %).

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, l'évolution des prix de gros, qui sont déterminés sur les marchés internationaux, et leur transmission aux prix domestiques sont une source d'incertitude, mais qui est difficile à quantifier.

Ces projections, qui ont été finalisées le 30 novembre 2022, prennent en compte les mesures de septembre 2022 pour contrer les effets de la crise énergétique. À l'heure actuelle, ces mesures expirent fin 2023, ce qui entraînerait, sous l'hypothèse que les prix du gaz et de l'électricité continuent à se situer au-delà des prix fixés, une hausse de l'inflation en 2024. Ceci aurait aussi une incidence sur l'échelle mobile des salaires avec le risque d'un déclenchement de deux tranches indiciaires dans un délai de quelques mois fin 2023 et début 2024. Dans un tel contexte, une clause de l'accord tripartite pourrait s'appliquer³⁶⁷ et un étalement des mesures en vigueur pourrait être décidé, voire des nouvelles mesures, de nature plus structurelle, pourraient alors être introduites.

Au moment de la publication de ce chapitre, soit au début février 2023, le scénario macroéconomique a quelque peu évolué. Les prix internationaux du gaz et de l'électricité ont considérablement baissé, entre autres sous l'effet de conditions climatiques plus clémentes. En janvier 2023 par exemple, le prix de gros du gaz (au comptant) s'est élevé à 63 euros/MWh, contre 96 euros/MWh en novembre 2022. Les cotations pour les prix avec livraison future sont également considérablement plus basses. Si ces prix internationaux devaient s'établir durablement à des niveaux plus bas, alors cela aurait une incidence à la baisse sur les prix à la consommation du gaz et de l'électricité. Cette incidence dépend de la transmission des prix internationaux aux prix appliqués par les fournisseurs au Luxembourg. Aux prix dernièrement observés, elle devrait être plutôt marginale pour l'année 2023 puisque les prix plafonds sont intégrés dans les projections de la BCL jusqu'en décembre 2023 et ils sont bien plus bas que les prix qui auraient normalement prévalu en l'absence de cette intervention des autorités. En revanche, pour l'année 2024, le rebond des prix du gaz et de l'électricité pourrait être moins important que prévu. Dans son ensemble, pour la période 2023-2025, la projection de l'IPC énergie et de l'IPC global au Luxembourg serait moins élevée. Une inflation plus basse repousserait aussi le déclenchement des prochaines tranches indiciaires. La progression du coût salarial moyen serait donc aussi moins élevée en moyenne.

³⁶⁷ Dans l'accord tripartite du 28 septembre 2022, il est spécifié que « au cas où le STATEC établit au cours de l'année 2023 qu'un arrêt des mesures prévues dans le présent accord au 31 décembre 2023 provoquerait un nouveau choc inflationniste au début 2024, le Gouvernement s'engage à convoquer une nouvelle réunion du Comité de coordination tripartite afin d'examiner un éventuel étalement de la fin des mesures (*phasing out*) ».

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 observations³⁶⁸.

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