

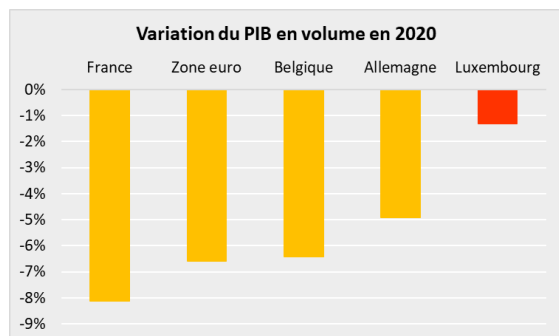
## Une économie luxembourgeoise résiliente en 2020, mais toujours convalescente



A en croire les différentes prévisions macroéconomiques ayant émaillé 2020, le PIB luxembourgeois allait connaître un déclin de 4 à 6% au cours de cette même année. Or selon les nouveaux comptes nationaux publiés par le STATEC en mars, le PIB n'aurait en définitive diminué « que » de 1,3% en 2020. Le Luxembourg a par ailleurs nettement mieux résisté à la crise que la zone euro et les trois pays limitrophes. Cette bonne résilience d'ensemble dissimule cependant des performances très disparates d'une branche de l'économie à l'autre et elle n'est que très partiellement le reflet de la structure sectorielle « favorable » de l'économie luxembourgeoise. Plus fondamentalement, il convient de suivre de près l'évolution de l'économie luxembourgeoise en 2021 et 2022 dans un contexte toujours incertain voire précaire, certains atouts traditionnels du Luxembourg pouvant même se muer en handicaps

### Une bonne résistance de l'économie luxembourgeoise en 2020

Les prévisions économiques s'étalant de mars à octobre 2020 laissaient augurer un déclin vertigineux du PIB grand-ducal en 2020, s'étalant selon la plupart des institutions entre 4 à 6%. A titre d'exemple, le projet de budget 2021 déposé le 14 octobre 2020 a été établi sur l'hypothèse d'une diminution de quelque 6% du PIB en 2020.



Sources : Eurostat et STATEC.

Or selon les comptes nationaux publiés dès le début de mars 2021, le PIB luxembourgeois aurait affiché un recul de 1,3%<sup>1</sup> en 2020, bien

moins prononcé qu'au cœur de la « Grande Récession » en 2009 et nettement en retrait des évolutions du PIB enregistrées en Allemagne (-4,9%), en Belgique (-6,4%), en France (-8,1%) ou dans l'ensemble de la zone euro (-6,6%).

Ces données agrégées dissimulent cependant des écarts très marqués entre les différentes branches de ces économies.

### Recul de l'activité : quelle évolution par branche ?

Le tableau suivant<sup>2</sup> fournit une décomposition de la croissance de la valeur ajoutée brute en volume (VAB)<sup>3</sup> enregistrée en 2020 au Luxembourg, chez ses trois voisins et dans la zone euro.

Sur un plan agrégé (voir la ligne « Croissance totale »), le Luxembourg a, comme déjà constaté en termes de PIB, mieux résisté à la crise sanitaire que les autres entités géographiques considérées au tableau, avec une « surperformance » de quelque 5,8 points de pourcentage du Grand-Duché par rapport à la zone euro.

Un facteur explicatif souvent avancé est le poids important, en termes relatifs, de son

<sup>1</sup>Il convient de noter que dès le 17 décembre 2020, IDEA avait évoqué, sur la base des comptes trimestriels publiés par le STATEC, une décroissance du PIB de cet ordre (-1,7%); voir : <https://www.fondation-idea.lu/2020/12/17/d-ieu-ce-luxembourgeois/>.

<sup>2</sup>Basé sur des données du STATEC et d'Eurostat et sur des calculs d'IDEA.

<sup>3</sup> Un concept proche de celui de PIB mais pas strictement identique, ce qui explique les légères différences entre les taux de croissance du PIB d'une part et de la valeur ajoutée brute d'autre part évoqués dans le présent décryptage.

secteur financier, qui représente en effet de l'ordre de 25% de la valeur ajoutée au Grand-Duché contre 5% environ dans les autres entités géographiques examinées. Or ce secteur est particulièrement « télétravaillable », donc a priori nettement moins exposé aux affres de la crise sanitaire. Selon le STATEC, quelque 88% des salariés de cette branche ont télétravaillé au Luxembourg au deuxième trimestre de 2020, contre 52% pour l'ensemble de l'économie<sup>4</sup>.

La décomposition de l'évolution de la VAB confirme que la structure spécifique de l'économie luxembourgeoise a contribué à amortir l'impact de la crise sanitaire (« effets de structure » favorables). Ce facteur est cependant loin d'être prépondérant. A structure sectorielle identique à celle de la zone euro, le Luxembourg aurait certes « toutes autres choses égales par ailleurs » été confronté à un décrochage plus marqué de sa VAB totale, avec un déclin de 1,5% (voir la dernière ligne du tableau) au lieu du recul effectivement observé de 0,7% - ce qui revient à dire que l'effet de structure aurait favorisé le Luxembourg a raison de 0,8 point de pourcentage en 2020. Cet effet n'aurait néanmoins représenté qu'un septième environ de la surperformance globale de l'économie luxembourgeoise observée en 2020 (toujours par rapport à la zone euro), un « bonus luxembourgeois » qui s'est pour rappel établi à 5,8 points de pourcentage en 2020.

A raison de 85% environ, cet écart de croissance de 5,8 points s'explique dès lors non

pas par les « effets de structure sectorielle » pourtant souvent évoqué, mais par des facteurs plus « insaisissables », induisant de meilleures performances relatives du Luxembourg au sein même de certaines branches - en premier lieu la branche « Information et communication » (TIC) et le non marchand.

Ce dernier, qui a arboré une VAB en progression de 4% en 2020, a pu être favorisé par la bonne situation de départ des finances publiques, qui a permis d'assurer la poursuite d'une croissance soutenue de l'emploi non marchand. Avec à la clef une contribution de quelque 1,6 point de pourcentage à la « surperformance » du Luxembourg (soit plus d'un quart du total).

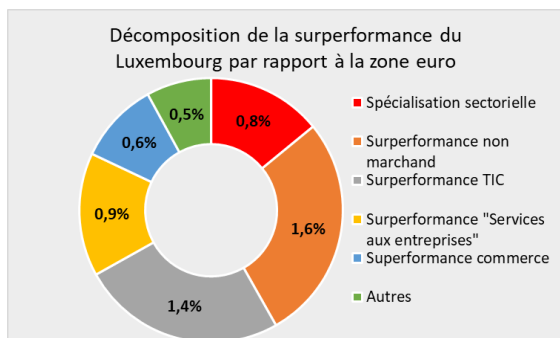
La branche TIC, deuxième plus gros « contributeur » à cette surperformance, a quant à elle pu bénéficier du recours accru aux outils numériques dans un pays comptant un nombre élevé d'emplois « télétravaillables ». Il paraît cependant peu concevable que le considérable écart constaté par rapport aux autres entités géographiques (avec une VAB en hausse de 16%, contre 0,1% dans la zone euro) puisse s'expliquer par ce seul élément - le Grand-Duché n'a en effet pas eu le monopole de la montée en puissance du numérique...

Il convient enfin de garder à l'esprit la forte volatilité des statistiques nationales relatives aux activités TIC (en raison notamment du rôle déterminant d'un nombre réduit d'acteurs au sein de ce secteur).

<b>Evolution de la VAB en 2020 (%)</b>	Luxembourg	Zone euro	Allemagne	Belgique	France
Agriculture, sylviculture et pêche	0,3%	-1,1%	-0,7%	10,2%	-2,4%
Industrie	-6,2%	-8,0%	-10,5%	-4,2%	-11,1%
Construction	-2,8%	-6,1%	1,8%	-4,2%	-14,5%
Commerce, transport et Horeca	-9,5%	-13,3%	-6,7%	-13,2%	-14,3%
Information et communication	16,3%	0,1%	-1,1%	-1,8%	-3,3%
Finance et assurance	-1,9%	-1,2%	-0,3%	-2,2%	-4,2%
Activités immobilières	2,2%	-0,9%	-0,5%	1,1%	-0,5%
Services aux entreprises	-2,0%	-9,1%	-8,2%	-6,4%	-9,2%
Branches "non marchandes"*	4,0%	-4,9%	-4,5%	-5,9%	-6,4%
<b>Croissance totale de la VAB</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-6,5%</b>	<b>-5,2%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-8,1%</b>
<b>Idem, Lux.= structure zone euro</b>	<b>-1,5%</b>				

<sup>4</sup>Note de conjoncture STATEC 2/2020, voir : <https://statistiques.public.lu/catalogue-publications/note-conjoncture/2020/PDF-NDC-02-20.pdf>.

A noter également l'excellente résistance relative des services aux entreprises, qui n'ont décliné que de 2% au Luxembourg contre 9% environ ailleurs. A lui seul, ce facteur pourrait expliquer une surperformance globale de 1 point de % du Grand-Duché, peut-être à la faveur de la plus forte orientation « finance » de cette branche d'activité au Luxembourg.



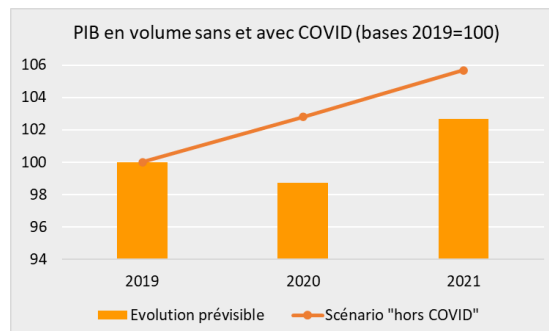
Sources : STATEC, Eurostat et calculs IDEA.

L'industrie, le « commerce transport et Horeca » et dans une moindre mesure la construction ont pour leur part encaissé un net recul en 2020. Une forte remontée a cependant été constatée vers la fin de l'année dans l'industrie et la construction<sup>5</sup>.

### Quelles perspectives en 2021 et au-delà ?

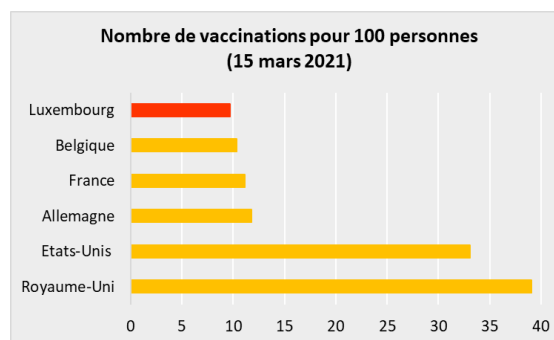
L'économie luxembourgeoise considérée dans sa globalité a affiché une bonne résilience en comparaison internationale en 2020. Il convient cependant de « garder la tête sur les épaules », car la situation s'est nettement dégradée par rapport à celle qui aurait été observée en l'absence de crise sanitaire. Si selon le STATEC le PIB pourrait « rebondir » de quelque 4% en 2021 par rapport à 2020<sup>6</sup>, il ne se sera que modestement accru par rapport à 2019 alors que les projections antérieures à la crise laissaient augurer une hausse de l'ordre de 6% sur l'horizon de 2 ans 2020-2021.

<sup>5</sup>Au 4<sup>ème</sup> trimestre 2020, la VAB en volume a en effet excédé celle du trimestre correspondant de 2019 à raison de 6% tant dans l'industrie que dans la construction. Par contre, elle était toujours en recul de 8% dans le « commerce, transport et Horeca, affecté plus durablement par les mesures sanitaires.



Sources : STATEC et calculs IDEA.

A cela s'ajoute une incertitude persistante, la crise sanitaire se conjuguant avec une crise sociale, environnementale voire même (géo)politique, avec en toile de fond une campagne de vaccination particulièrement lente par rapport aux Etats-Unis ou au Royaume-Uni. Or l'incertitude ne favorise ni la consommation, ni les investissements.



Source: Our World in Data (Oxford Martin School, Université d'Oxford et Global Change Data Lab).

La (possible) forte croissance du Luxembourg en 2021 sera avant tout un rebond mécanique. Elle risque de n'être qu'un voile, dissimulant une fragilité persistante de l'économie luxembourgeoise. Certains avantages du Luxembourg pendant la crise pourraient d'ailleurs se muer en désavantages au cours des prochaines années.

Ainsi, le secteur financier a fait preuve d'une certaine résilience en 2020 comme établi supra, mais le maintien durable des taux d'intérêt à un niveau historiquement bas est de nature à comprimer la marge d'intérêt des banques. Ce niveau des taux pourrait par

<sup>6</sup>Voir la Note de conjoncture STATEC 2/2020, op. cit. et les projections à moyen terme 2021-2024 du STATEC ([https://statistiques.public.lu/fr/actualites/economie-finances/conjoncture/2021/03/20210301/2021-03-01-Prevision-moyen-terme\\_PDF.pdf](https://statistiques.public.lu/fr/actualites/economie-finances/conjoncture/2021/03/20210301/2021-03-01-Prevision-moyen-terme_PDF.pdf)).

ailleurs inciter les épargnants à se détourner des investissements financiers « classiques », avec à la clef une diminution graduelle des revenus sur commissions. Enfin, des taux durablement bas pourraient alimenter des « bulles » de prix des actifs, qui ne seraient pas sans conséquences sur l'économie luxembourgeoise via l'immobilier ou la volatilité des indices boursiers. Or la croissance économique luxembourgeoise est significativement corrélée à ces derniers,<sup>7</sup> par le truchement, notamment, des fonds d'investissement.

Si **les entreprises non financières** ont été davantage encore frappées par la crise en 2020<sup>8</sup>, l'évolution du nombre de faillites semble à première vue réconfortant. En 2020 en effet, 1 206 faillites ont été enregistrées, soit paradoxalement un peu moins qu'en 2019 (1 239)<sup>9</sup>. Il serait cependant fallacieux de déduire de cette solidité apparente que les mécanismes d'aide puissent devenir redondants dans un proche avenir. Ce sont précisément ces derniers qui ont empêché une montée en flèche des défaillances, qui risqueraient de se manifester en cas de retrait prématuré des dispositifs d'aide. Il conviendra de recalibrer ces aides de manière circonstanciée, sur la base d'une évaluation branche par branche, tant que l'économie ne sera pas pleinement stabilisée.

**Les ménages** constitueront également une variable clef dans l'évolution conjoncturelle

en 2021 et au-delà. Pour des raisons évidentes, ils ont pu accumuler une plantureuse épargne en 2020, de plus de 1 milliard d'euros<sup>10</sup>. Compte tenu de la forte incertitude ambiante, il est plus que malaisé de savoir si cette épargne va se libérer en 2021 ou 2022 et le cas échéant dans quelle mesure. De sorte qu'il est pratiquement impossible d'inférer l'évolution de la consommation des ménages sur cet horizon temporel, alors que cette dernière représentait en 2019 quelque 28% du PIB dans son optique « dépenses ».

Les ménages les moins favorisés seraient quant à eux à même d'alimenter une hausse de la consommation, leur propension à épargner étant nulle voire négative. Ce qui suppose cependant que des moyens additionnels soient canalisés vers ces ménages, victimes pendant la pandémie d'un sous-emploi croissant et de revenus moindres.

### En guise de conclusion...

Les « bonnes » performances du Luxembourg en 2020 (en comparaison internationale, s'entend...) ne doivent pas nous hypnotiser. D'importantes interrogations et incertitudes subsistent en ce qui concerne l'année en cours et même les années à venir, de sorte qu'une vigilance « de tous les instants » s'impose...

Muriel Bouchet

[muriel.bouchet@fondation-idea.lu](mailto:muriel.bouchet@fondation-idea.lu)

---

<sup>7</sup>Voir : Rachida Hennani, Performance économique et marchés boursiers : le cas du Luxembourg, document de travail IDEA n°4, février 2017, [http://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/sites/2/2017/02/IDEA\\_20170214\\_DT\\_n4\\_Marchés\\_boursiers\\_perf\\_eco\\_R\\_Hennani.pdf](http://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/sites/2/2017/02/IDEA_20170214_DT_n4_Marchés_boursiers_perf_eco_R_Hennani.pdf).

<sup>8</sup> Même si une grande disparité prévaut au sein de cette catégorie.

<sup>9</sup> Sources: CreditReform et STATEC.

<sup>10</sup> Voir STATEC, Note de conjoncture 2020/2, op. cit.