



Avis annuel 2022

D'une crise à l'autre

Mars 2022

SOMMAIRE

Sommaire	3
Preface : D'une crise à l'autre : pour une vision globale et... modeste	4
Introduction	6
Conjoncture Internationale	9
Monde : une reprise économique qui s'essouffle	9
Zone euro : toujours hétérogène, mais en passe de devenir stratège	16
États-Unis : In Fed We Trust	20
Chine : It is the (e)ye(ar) of the Tiger	24
Luxembourg	28
2020-2021 : Le Lux(e) de dépasser la crise Covid.....	28
Activité économique	28
Marché du travail	35
Finances publiques	40
L'État gère. Le retour.	46
Défi n° 1 : Réformer la fiscalité par temps de crises : quadrature du cercle au carré	46
Défi n° 2 : Logements accessibles : impératif catégorique	47
Défi n° 3 : Futur du travail : business as (un)usual	48
Consensus économique d'IDEA : Un ralentissement en douceur ?	50
Synthèse des résultats du consensus économique 2022.....	50
Quelques paris » sur 2022	52
Un ralentissement en douceur pour le Luxembourg ?.....	53
Le scénario macroéconomique luxembourgeois	54
Logement, index, énergie : quelques défis pour la politique économique luxembourgeoise	58
Les grands enjeux pour l'Union européenne	59
Regard sur les objectifs climatiques 2030	60
Annexe : Panel et questionnaire du Consensus économique	61

PREFACE : D'UNE CRISE A L'AUTRE : POUR UNE VISION GLOBALE ET... MODESTE

Le monde a été littéralement assailli par les crises ces dernières années. Il est actuellement toujours en prise, malgré les récents assouplissements, avec la crise sanitaire. S'y ajoute depuis le 24 février une crise géopolitique et énergétique - avec le risque que ces regrettables événements prennent à terme un tour alimentaire. Le tout sur la toile de fond de crises certes plus lancinantes mais tout aussi redoutables, à savoir la crise sociale, celle de la représentation démocratique ou la crise écologique. Sans compter les vulnérabilités économiques et financières de même que l'accélération technologique (numérique, intelligence artificielle, etc.). Cette liste n'est certainement pas limitative...

La nature éminemment internationale de chacune de ces crises, sans la moindre exception, est extrêmement frappante. La crise économique et sociale peut certes être abordée à une échelle nationale, ce qui au demeurant a été accompli avec un certain succès au Luxembourg dans le contexte de la crise sanitaire - à la faveur notamment de mesures d'urgence en faveur des ménages et des entreprises. Toujours sous l'égide de la nécessité, les initiatives nationales se sont cependant en parallèle accompagnées d'une coordination européenne accrue, comme l'atteste spectaculairement le plan de relance NextGenerationEU assorti de nouveaux mécanismes d'endettement commun.

La dimension internationale est plus apparente encore à l'aune des autres crises : la crise COVID a affecté les cinq continents et requiert, c'est une question de vie ou de mort pour des millions d'individus, une stratégie de vaccination globale. La crise géopolitique est loin de se cantonner à l'Europe, son ombre lugubre portant jusqu'à Taïwan. La catastrophe (irréversible ?) climatique et énergétique ne sera évitée que si toutes les nations du globe raisonnent et surtout agissent à l'échelle globale, en mettant entre parenthèses leurs intérêts immédiats. Jamais la nécessité impérieuse d'une telle dimension globale ne s'est affirmée avec une telle évidence. Elle impose un « saut quantique » en matière de construction européenne (on s'éloigne résolument d'une Europe se résumant à un « grand marché ») et plus généralement une meilleure gouvernance mondiale. « Honest broker » par excellence, le Luxembourg a un important rôle à jouer en la matière, comme l'a à suffisance illustré son histoire.

La dimension internationale doit donner le ton à tous les niveaux et par ailleurs, l'impératif catégorique de « modestie » s'impose plus que jamais. De multiples crises s'additionnent, se chevauchent, se renforcent mutuellement et interagissent selon un processus « non linéaire ». Il en résulte des évolutions à court ou moyen termes particulièrement difficiles à appréhender et davantage encore à interpréter. Tout expert ou analyste doit faire preuve d'une modestie à toute épreuve dans un tel environnement, un « diagnostic » un peu trop péremptoire pouvant s'avérer complètement dépassé dès la lecture des journaux du lendemain. De surcroît, les répercussions de mauvaises décisions, guidées par des analyses trop idéologiques et parcellaires, peuvent devenir explosives dans un inextricable écheveau de crises. Ce contexte inusité oblige à réfléchir en profondeur, à prendre du recul en toutes circonstances alors que les événements qui surviennent quotidiennement tendent plutôt à « scotcher » les citoyens à leurs smartphones et à les enfermer dans des tours d'ivoire algorithmées. A rebours de la multiplication de Tweets incessants - sans parler des « fake news », impardonnables dans un contexte déjà fort instable. Il importe de ne pas rajouter de l'inexactitude à l'incertitude.

L'évocation de crises multidimensionnelles ne doit pas nécessairement inciter au pessimisme le plus abyssal. La multiplication d'événements qui s'entrechoquent de manière souvent désordonnée est à proprement parler vertigineuse ou même nauséuse. A l'inverse, il se pourrait que ces multiples crises ne soient que la partie émergée de l'iceberg, une écume (certes très dommageable à de

nombreux égards...) révélant des mouvements profonds amorçant la transition vers un « nouveau monde » se caractérisant par une gouvernance internationale et européenne plus équilibrée, par des technologies nouvelles au service du bien-être, une cohésion sociale restaurée ou une croissance économique plus durable. Impossible à l'heure actuelle de trancher entre ces visions « optimiste » et « pessimiste » des choses. Une fois encore, la modestie - à distinguer résolument de la résignation - est de mise.

Le présent avis prétend en tout cas, à l'échelle mondiale, européenne et luxembourgeoise, fournir « modestement » les outils, les clés de compréhension permettant aux lecteurs d'affiner leur perception des choses¹. Ce sera fait à travers une partie internationale étoffée, la bonne compréhension de la situation au Luxembourg pouvant moins encore qu'à l'accoutumée se dispenser d'une vue globale bien étayée. Suivra un « zoom » sur la situation socio-économique du Grand-Duché, qui jusqu'à nouvel ordre a assez bien résisté à la crise, même si de nombreux stigmates à traiter d'urgence sont apparus sur le plan social. L'avis se clôture par le désormais traditionnel « Consensus économique », qui permet de jauger l'avis des « professionnels » sur les principales évolutions en cours.

Je vous souhaite une bonne lecture qui, je l'espère, débouchera sur de fructueux échanges. IDEA s'y emploiera en tout cas tout au long de cette année 2022.

Muriel Bouchet

Directeur de la Fondation IDEA asbl.

¹ Voir également l'ouvrage récent de Jean-Jacques Rommes et Michel-Edouard Ruben, « *Le temps des crises* », qui vise (de manière brillante) les mêmes objectifs.

INTRODUCTION

C'est dans un contexte pour le moins particulier que paraît l'Avis Annuel 2022 d'IDEA, le monde étant toujours englué dans une lancinante crise sanitaire porteuse de lourdes retombées non seulement d'un point de vue économique, mais également sociétal (culture, psychologie, éducation, etc.). En outre la guerre sévit à nouveau sur le continent européen - avec d'ores et déjà un terrible bilan en termes de vies humaines. Cet environnement pour le moins évolutif ne peut qu'inciter tout observateur à la plus grande prudence. Ce rapport prétend fournir à ses lecteurs des outils d'analyse performants, mais nullement un « prêt à penser », et encore moins des prévisions vouées à être dépassées avant même que leur encre ne sèche. Il donne une photographie des économies mondiale, européenne et luxembourgeoise telles qu'elles se situaient au début de l'année 2022 et met en avant quelques défis majeurs qui ne disparaîtront vraisemblablement pas à court terme.

L'économie mondiale a accusé le coup en 2020, avec une diminution de son PIB en volume de 3,1%. Un effet de rebond de l'ordre de 6% est certes survenu en 2021, mais le « trou » d'air par rapport à la tendance antérieure à la crise est clairement perceptible. Divers risques continuent encore à peser sur l'économie mondiale, à savoir (c'est une liste non limitative...) l'émergence de nouveaux variants du COVID, l'explosion des prix de l'énergie et des matières premières, l'accentuation des tensions sociales et (géo)politiques ou encore l'accélération d'événements climatiques graves.

Aux Etats-Unis, l'effet de rebond a été manifeste en 2021 (+5,5% pour le PIB réel), à la faveur notamment de plans de relance ambitieux (mais amoindris par les dissensions politiques). Une question essentielle à l'heure actuelle est la stratégie de sortie de crise face à la résurgence de l'inflation. La Réserve Fédérale a récemment annoncé une « normalisation » de sa politique monétaire.

En Chine, le PIB en volume a augmenté de plus de 8% en 2021, au-delà des 6% visés par le Gouvernement. Le second semestre a cependant été obscurci par les difficultés du secteur immobilier et par la rupture de certaines chaînes de valeur. Des mesures « structurelles » ont été adoptées, à savoir la politique de « trois enfants » et les initiatives en faveur d'une monnaie digitale centralisée.

Autre acteur majeur, la zone euro semble pour sa part avoir perçu la nécessité de revoir en profondeur sa gouvernance, en ce qui concerne notamment le Pacte de Stabilité et de Croissance, une capacité budgétaire commune, l'union bancaire ou celle des marchés des capitaux. Elle a en outre mis en place d'importants mécanismes de solidarité en 2021, dont il reste à établir la pérennité afin de contribuer à amoindrir les divergences socio-économiques croissantes qui se sont manifestées au cours des vingt dernières années. La « période COVID » et l'actuelle crise ukrainienne ont encore compliqué la donne. Si la zone euro a bénéficié d'un appréciable rebond économique en 2021, son PIB réel a cédé environ 1% par rapport à 2019. Par ailleurs, les tensions inflationnistes héritées de la crise sanitaire ont été prolongées et même accentuées par la nouvelle donne géopolitique, tandis que les finances publiques de la zone seront confrontées au cours des années à venir aux conséquences du décrochage du PIB, du vieillissement, du coût de la transition « verte » et numérique, de besoins en infrastructures et dans le domaine de la défense, pour ne citer que quelques facteurs. Face à ces défis, des avancées en matière de politique européenne sont attendues et pourraient aboutir à un projet européen renouvelé (et renforcé).

La crise sanitaire a durement sévi au Luxembourg également, avec des épisodes de restrictions aiguës et d'évidents dégâts pour diverses activités (économiques mais aussi humaines) et ce pendant de longs mois. Pourtant, une lecture même rapide des grands indicateurs économiques donne le sentiment, avec un recul de deux (longues) années, que l'économie luxembourgeoise ne porte guère les stigmates de ce qui peut pourtant être qualifié à juste titre de catastrophe. Ainsi, sur les années

2020-2021, le taux de croissance du PIB en volume a été strictement semblable à la moyenne annuelle des 10 précédentes années. Le PIB n'a en effet décliné « que » de 1,8% au Grand-Duché en 2020 - cette décline ayant atteint 6,4% dans la zone euro - tout en enregistrant en 2021 un rebond de près de 7% digne des pays économiquement les plus « dévastés » en 2020. En conséquence et à l'inverse du constat établi dans le sillage de la « Grande récession » de 2008-2009, le Grand-Duché ne manifeste de 2019 à 2021 aucun décrochage économique par rapport à sa tendance antérieure d'évolution du PIB réel. A l'évidence, peu de pays à travers le monde peuvent se prévaloir d'un tel résultat.

De nombreux facteurs expliquent cette résilience économique (la situation étant moins brillante socialement parlant), dont l'interventionnisme sur le mode « Et kascht, wat et kascht », la bonne gestion sanitaire, des spécialisations économiques favorables et une prépondérance des branches « télétravaillables », la chance (le fameux « Luxembourg élu des dieux », fantaisiste en apparence mais semblant souvent corroboré par les faits...) et on en passe. Il est difficile, sinon impossible, de pondérer les effets respectifs de ces différents amortisseurs.

Cette étonnante résilience ne se cantonne pas au pré carré des comptes nationaux (très méritants au demeurant dans le présent contexte). Le marché du travail illustre également cette résistance, avec en deux années la création de quelque 23 000 emplois (dont près de 17 000 salariés de plus en 2021, soit le record absolu), un taux de chômage revenu sous les 5% et des tensions sur l'offre de travail figurant à nouveau au premier rang des préoccupations de nombreux employeurs.

La bonne résistance de l'économie luxembourgeoise se manifeste aussi à l'aune des finances publiques, pourtant lestées par le « Et kascht, wat et kascht » et par la récession en 2020. Elles ont bénéficié d'un brusque rebond des recettes en 2021, de sorte que les administrations publiques ont renoué avec l'équilibre budgétaire dès 2021, tout en limitant la hausse de leur endettement par rapport à 2019 à 3,6 points de PIB. Ce rétablissement a été nettement plus convaincant que dans la zone euro ou dans les pays limitrophes, même si le financement des pensions laisse planer un doute sur la pérennité à terme de ce rebond. Les nouvelles mesures d'urgence risquent également de s'avérer coûteuses, d'où la nécessité de les cibler au mieux en visant résolument les personnes et les entreprises les plus vulnérables, à rebours d'un « arrosage » tous azimut pénalisant de surcroît les objectifs CO2 du Luxembourg, qui demeurent plus primordiaux que jamais. En outre, la récente « crise COVID » constitue une expérience utile à la mise en œuvre de dispositifs de soutien public permettant à l'Etat d'assurer ses fonctions assurancielles, régulatrices et stabilisatrices, qui devraient en ces temps de crise (de guerre) restées activées, au moins à court terme.

Si le tableau d'ensemble peut sembler « miraculeux » à nombre d'égards, les deux dernières années n'ont pas été exemptes de « secousses » économiques et sociales. Le caractère hétérogène des effets de la crise sanitaire, tout d'abord, reste visible. Ainsi, alors que le marché du travail est en surchauffe, les demandes de chômage partiel restent élevées au début de l'année 2022 en comparaison à la période d'avant crise. Un autre bémol de taille est la résurgence du chômage de longue durée et, plus généralement, la fragilisation sociale de divers segments de la population déjà vulnérables avant même la crise sanitaire. Cette dernière s'est au demeurant traduite par une hausse des décrochages scolaires et par une diminution de l'intensité des efforts de formation continue - des facteurs à scruter de près. Enfin, la « déformation » structurelle de l'économie luxembourgeoise s'est accélérée, à la faveur d'une croissance nettement plus élevée de l'emploi dans les secteurs principalement non marchands.

Le Grand-Duché doit enfin s'attaquer d'urgence à certains défis, exacerbés par les « multiples crises ». Il s'agit notamment de la fiscalité. Dans un environnement très changeant, il est difficile de calibrer correctement une réforme fiscale d'envergure. Les récentes initiatives internationales en

matière de taxation des multinationales supposent par ailleurs que le Luxembourg maintienne sa compétitivité et son attractivité sur le plan fiscal. Un 2^{ème} défi d'envergure, à savoir le logement, présente aussi des ramifications fiscales, l'impôt foncier générant actuellement des recettes quasiment « confidentielles » tandis que les « dépenses fiscales » immobilières gagneraient à être conditionnées au revenu. Plus généralement, il importe de favoriser une application effective du principe « Wunnen ass e Mënscherecht », précondition à la fois de la cohésion sociale et d'une immigration nette (donc d'une croissance...) demeurant suffisamment soutenue. Un 3^{ème} défi d'envergure se rapporte au futur du (télé)travail. L'avènement du travail à distance, grande transformation accélérée de la société salariale, soulève en effet des défis non négligeables qu'il conviendra de traiter.

Les résultats du « **Consensus économique** » d'IDEA, décrits en détail dans le présent avis et qui s'inscrivent sur cette toile de fond, permettent en outre de jauger les premiers effets de la présente crise géopolitique. Cette dernière étant des plus évolutives, une grande prudence est plus que jamais de mise dans l'interprétation des divers résultats et évolutions.

Sur le plan européen, le Consensus, qui repose sur les réponses de près de 120 professionnels, confirme le risque d'une inflation élevée au sein de la zone euro, la BCE étant dans ce contexte susceptible d'augmenter au moins une fois ses taux en 2022. Une majorité des participants se dégage en faveur d'une adaptation des règles du Pacte de Stabilité et de Croissance. Ils souhaitent par ailleurs redonner à l'Union européenne une souveraineté industrielle et harmoniser la fiscalité écologique.

En ce qui concerne le Luxembourg, les panélistes tablent sur une croissance du PIB en volume de 2,3% en 2022, qui résulterait notamment d'un affaiblissement des investissements et même de la consommation privée dans la foulée des récentes tensions géopolitiques. Cette anticipation serait en retrait par rapport aux prévisions les plus récentes du STATEC, soit +3,5%. Le chômage connaîtrait quant à lui une légère augmentation en 2022 et 2023, tandis que la dette publique serait de l'ordre de 28% du PIB en 2027.

L'inflation moyenne anticipée serait de 5,4% en 2022 (contre +4,4% selon le STATEC - avant il est vrai l'invasion russe de l'Ukraine) et elle demeurerait relativement élevée en 2023, avec +3,6%. Face à la montée des coûts énergétiques, les participants penchent vers des aides ciblées en faveur des entreprises les plus vulnérables. En revanche, aucun consensus ne se dégage autour des propositions d'évolution du mécanisme d'indexation.

Les prix de l'immobilier continueraient quant à eux à progresser d'ici 2030, mais à un rythme moindre que ces dernières décennies. Dans leur majorité, les panélistes souhaitent conditionner les aides au logement au niveau des revenus des bénéficiaires et, dans une moindre mesure cependant, rehausser l'impôt foncier. Ils anticipent par ailleurs une augmentation de 0,7 point de pourcentage des taux hypothécaires cette année.

Les participants au Consensus jugent enfin que les objectifs climatiques pour 2030 sont hors de portée, tant en Europe qu'au Luxembourg. Le scepticisme à cet égard a d'ailleurs sensiblement progressé par rapport à l'année dernière, alors que cet objectif ne peut certainement être perdu de vue, même (surtout ?) dans des circonstances passablement bousculées.

CONJONCTURE INTERNATIONALE

Monde : une reprise économique qui s'essouffle

Après un recul du PIB de 3,1% en 2020, la croissance économique mondiale s'est élevée à 5,9% en 2021 et aurait dû progresser de 4,4% en 2022 et 3,8% en 2023 selon les prévisions du FMI de janvier. Toutefois, la croissance mondiale devrait être pénalisée d'au moins un point de pourcentage pour l'année 2022, selon une première estimation de l'OCDE², en raison des chocs d'offre et de demande négatifs induits par le conflit en Ukraine. Par ailleurs, avant l'invasion de l'Ukraine par la Russie, le FMI révisait déjà la croissance mondiale à la baisse par rapport à ses prévisions d'octobre, en partie suite à la réduction de l'ampleur du programme américain « Build Back Better ³ » et des difficultés rencontrées par les promoteurs immobiliers chinois. La reprise économique avait déjà aussi été entravée par les prix élevés des matières premières et par le variant Omicron, entraînant une chute de la consommation privée avec des restrictions à la mobilité plus ou moins strictes selon les endroits du monde et des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement. Conjugués avec des marchés du travail dans les économies avancées qui se sont resserrés et des pressions sur les salaires qui se sont généralisées, ces facteurs ont participé à faire progresser l'inflation plus vigoureusement que prévu. Plusieurs banques centrales ont d'ores et déjà commencé à durcir le ton et prévoient désormais un calendrier pour rehausser progressivement leurs taux directeurs et réduire les rachats d'actifs. De telles politiques monétaires moins accommodantes pourraient aboutir à des fragilités grandissantes au niveau de la stabilité financière et accroître les risques pour les économies émergentes. Ces dernières pourraient en effet souffrir des fuites de capitaux et des affaiblissements de devises. Divers risques continuent par ailleurs de peser sur la croissance mondiale comme l'émergence de nouveaux variants, la poursuite de l'inflation des matières premières, l'accentuation des tensions sociales et/ou géopolitiques, l'installation dans la durée de la guerre en Ukraine ou encore l'accélération d'événements climatiques graves⁴.

La réponse à la crise sanitaire a été particulièrement marquée par l'importante différence des montants engagés dans les aides gouvernementales entre les économies développées et les économies émergentes et en voie de développement. Bien que l'activité économique des pays « riches » devrait ralentir à mesure que les mesures de soutien s'amenuisent et sous l'effet d'un retour à la tendance d'avant COVID d'ici 2023⁵, leurs puissants amortisseurs sociaux, rendus possibles par leur « benign neglect » budgétaire, ont toutefois permis de limiter grandement les effets sociaux du choc économique exogène. Pour les économies émergentes et en voie de développement, la Banque Mondiale s'attend en revanche à un « atterrissage brutal », malgré une croissance supérieure et anticipée aux alentours de 4,6% en 2022 et 4,4% en 2023⁶. Au-delà du fait qu'elles ont été plus vulnérables à la pandémie, à cause entre autres d'institutions publiques moins bien établies⁷, trois obstacles pourraient contrevenir à leur reprise. Le premier est sans nul doute les niveaux atteints des dettes souveraines, puisque la COVID-19 a propulsé la dette mondiale totale à un niveau record⁸.

² Voir : OECD (2022): « Economic and Social Impacts and Policy Implications of the War in Ukraine » - March 2022.

³ Après moult déboires au Congrès américain, l'important volet social et écologique du programme n'est pas passé.

⁴ Voir : Carney, M. « Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability », Speech at Lloyd's of London

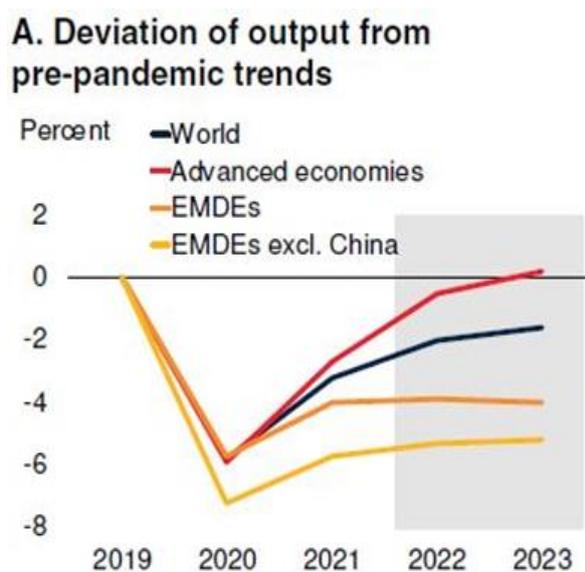
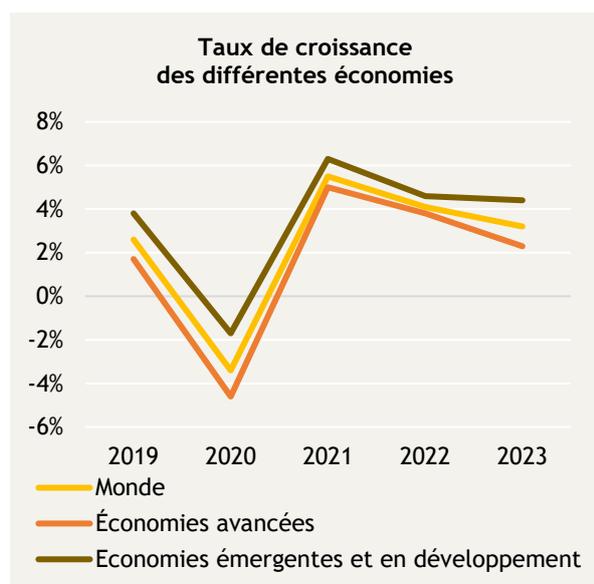
⁵ Voir : World Bank (2022): « As Global Growth Slows, Developing Economies Face Risk of 'Hard Landing' ».

⁶ Les économies riches devraient avoir une croissance de 3,8% en 2022 et de 2,3% en 2023, selon la Banque Mondiale.

⁷ Voir : Ahmed et al. (2020): « The Impact of COVID-19 on Emerging Market Economies' Financial Conditions », Federal Reserve.

⁸ L'année 2020 restera l'année de la plus forte augmentation de la dette mondiale en un an depuis la Seconde Guerre Mondiale. Celle-ci a cru de 28 points de pourcentage pour atteindre les 256% du PIB en 2020 (soit 226.000 milliards de dollars). Dans les pays avancés, la dette publique a augmenté de 19 points de pourcentage (augmentation similaire à la hausse lors des deux années cumulées 2008 et 2009), la dette privée, elle, a progressé de 14 points de pourcentage (soit pratiquement 2 fois plus que durant la crise financière mondiale). Les économies émergentes (hors Chine) et les pays à faible revenu ont vu leur dette totale augmenter aux alentours de 1.000 à 1.200 milliards de dollars chacun (principalement à cause de la dette publique). « À elle seule, la Chine a occasionné 26 % de la flambée de l'endettement au niveau mondial » Voir : Gaspar, V. et al. (2021): « Global Debt Reaches a Record \$226 Trillion », IMF.

Le service de la dette de certaines économies émergentes et en voie de développement, sans allègement et/ou aide, risque en effet d'être compliqué⁹. Le deuxième défi porte sur les fluctuations de prix des matières premières, heurtant au passage les recettes fiscales des pays exportateurs¹⁰. Sous l'effet de l'abandon graduel des énergies fossiles et du changement climatique, la Banque Mondiale conseille ainsi de tirer profit de la manne financière tant qu'il est encore temps pour diversifier l'économie. Enfin, la crise sanitaire a creusé les inégalités, et particulièrement les inégalités de revenu. Les inégalités en matière d'emplois, d'accès aux soins et à l'éducation¹¹ pourraient potentiellement causer des pertes de capital humain sur plusieurs générations, inversant les progrès accomplis durant les deux dernières décennies.



Source : Banque Mondiale

La crise sanitaire liée à la COVID-19 n'était pas un « cygne noir »¹², puisque le risque qu'une pandémie resurgisse un jour ou l'autre était largement prévisible. Toutefois, cette crise laissera de nombreuses séquelles¹³ et a non seulement permis de mettre davantage en exergue les inégalités qui s'étaient creusées entre les ménages, mais a aussi montré les limites de l'hyper-mondialisation et de l'interdépendance complexe des entreprises et des économies du monde avec les chaînes de valeur globale¹⁴. A l'autre extrême, la généralisation à outrance du télétravail¹⁵, tant pour les secteurs qui en souffrent le plus (Horeca, prestataires de services, tourisme d'affaires) que pour la plus faible cohésion, innovation et transmission d'information et de savoir au sein du monde de l'entreprise, a elle aussi montré ses limites¹⁶. Si les vagues de démissions observées aux Etats-Unis ont pu faire état

⁹ Le G20 a lancé l'initiative de suspension du service de la dette pour que les pays les plus pauvres soient dispensés de payer leur dette aux différents créanciers. Le FMI et la Banque Mondiale plaident toutefois pour que davantage de mesures soient prises à leur égard, l'année 2022 risquant en effet d'être difficile pour eux. De surcroît, la suspension de paiement est arrivée à terme fin 2021. Voir : IMF (2021): « The G20 Common Framework for Debt Treatments Must Be Stepped Up ».

¹⁰ Près des 2/3 des économies émergentes et en voie de développement dépendent des exportations de matières premières.

¹¹ Voir : World Bank (2021): « Two-Thirds of Poorer Countries Are Cutting Education Budgets Due to COVID-19 ».

¹² Voir : Taleb, N. (2007): « The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable », Random House.

¹³ Voir : Vorisek, D. (2020): « COVID-19 will leave lasting economic scars around the world » World Bank.

¹⁴ Voir : European Commission (2021): « Transformation Post-COVID - Global Value Chains - harnessing innovation to protect and transform the backbone of global trade » - ESIR Focus Paper.

¹⁵ Bien que nécessaire au cœur de la pandémie, d'autant plus pour les économies qui dépendent majoritairement des services.

¹⁶ L'usage du télétravail à bon escient peut toutefois et dans certains cas participer à augmenter la productivité (moins de distractions). Voir : Yang, L. et al (2022): « The effects of remote work on collaboration among information workers » Nature Human Behavior et McKendrick, J. (2020): « Work from Home Fallout: Productivity Up, Innovation Down », Forbes. Une autre étude a montré que les employés ayant des enfants à la maison ont augmenté davantage leurs heures de travail et ont enregistré une baisse de productivité plus importante que ceux sans enfants. Autre découverte, le temps consacré aux activités de coordination et aux réunions a augmenté, tandis que les heures de travail ininterrompues ont considérablement diminué.

de salaires insuffisamment élevés ou encore de conditions de travail qui ne sont désormais plus acceptées, il est possible que le travail hybride, avec en prime une certaine flexibilité quant aux horaires de travail et une meilleure conciliation vie professionnelle-vie privée, devienne la norme dans le monde de l'après-Covid. Pour rester attractives et fidélisatrices les entreprises devront ainsi s'adapter, d'autant plus si les difficultés de recrutement persistent, elles-mêmes exacerbées par les départs à la retraite de la génération du baby-boom. Les secteurs les plus exposés au télétravail, même appliqué à une plus faible échelle, seront par ailleurs tenus de s'adapter à ce nouveau changement qui risque de perdurer. Dans un tel contexte, l'importance de la formation continue est plus que jamais d'actualité.

Finalement, il incombera aux pouvoirs publics de veiller à ce que l'épargne forcée soit progressivement consommée dans l'économie réelle et/ou canalisée vers des investissements productifs, mais qu'elle ne se retrouve pas davantage investie dans la pierre ou encore dans les marchés financiers de manière non efficiente. Au regard des importantes augmentations des prix de l'immobilier¹⁷, il pourrait en effet paraître légitime de se demander si les fondamentaux justifient réellement une telle évolution. S'il sera sans doute permis pour un plus grand nombre de salariés de se rendre dans des endroits « glamours » pour télétravailler, et si l'envie d'acquérir un nouveau bien est de plus en plus pressante, il est toutefois nécessaire de garder en tête deux exemples de bulle immobilière qui ont eu lieu dans des conditions quasi-similaires¹⁸.

Encadré 1 : Impact économique de la guerre en Ukraine

Comparée à l'annexion de la Crimée, cette nouvelle crise se caractérise par le nombre important de tragédies humaines, les moyens militaires engagés, les menaces brandies de guerre nucléaire et le niveau élevé de sévérité des sanctions économiques. S'il n'est pas permis de dire combien de temps le conflit va perdurer, le choc du coût de l'énergie, lui, est particulièrement violent et ne pourra être supporté de manière durable par la reprise de l'économie mondiale. Les investissements détenus en Russie par les différents pays pourraient fortement se déprécier et les entreprises les plus exposées à l'économie russe devraient également être sensiblement affectées, même si des mesures ont déjà été prises par les pouvoirs publics pour pallier les pertes économiques. Les perspectives de croissance devraient ainsi s'assombrir et l'inflation pourrait potentiellement être plus importante qu'initialement anticipée.

Pour l'année 2022, l'OCDE a révisé ses prévisions de croissance à la baisse de l'ordre de 1,4% pour la zone euro, 1,1% pour l'économie mondiale, 1% pour les pays de l'OCDE et 0,9% pour les Etats-Unis, par rapport à ses projections initiales « avant conflit »¹⁹. Les chocs d'offre et de demande négatifs, émanant du surenchérissement des matières premières et d'une baisse de la demande intérieure russe additionnée avec le choc financier et la volatilité des marchés financiers, pourraient toutefois être atténués par les différents pays grâce à des mesures de soutien. L'OCDE prévoit également une augmentation de l'inflation de l'ordre de 2,5% pour l'économie mondiale, 2% pour la zone euro et dans les pays de l'OCDE et 1,4% aux Etats-Unis, toujours par rapport à ses projections initiales.

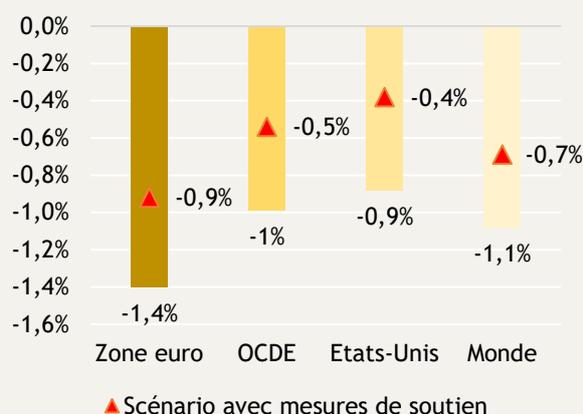
Voir : Gibbs, M. et al. (2021): « Work from Home & Productivity: Evidence from Personnel & Analytics Data on IT Professionals », Becker Friedman Institute University of Chicago.

¹⁷ Voir : Eurostat (2022): « Le prix des logements en hausse de 8,8% dans la zone euro » et CNBC (2021) : « In real terms, the home prices have never been so high » Robert Shiller et IMF (2021): « Housing Prices Continue to Soar in Many Countries ».

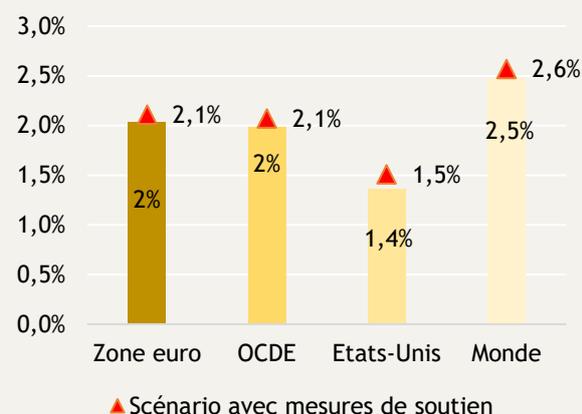
¹⁸ Le boom immobilier des résidences secondaires des années 2000 en Espagne a étrangement ressemblé à celui qui s'est produit en Floride au cours des années 1920. Ce dernier aurait été provoqué par l'utilisation en masse de l'automobile alors que le premier aurait été rendu possible grâce à la technologie numérique : l'internet et les téléphones portables. Dans les deux cas, ces innovations étaient supposées permettre aux travailleurs de se rendre dans des endroits idylliques et plus isolés. Dans les deux cas, un afflux de retraités était censé maintenir positivement la demande. Dans les deux cas pourtant, la chute brutale des prix de l'immobilier a permis de couper court aux certitudes erronées d'une hausse perpétuelle. Voir : Shiller, R. (2015): « The Irrational Exuberance », Princeton University Press.

¹⁹ Voir : OECD (2022): « Economic and Social Impacts and Policy Implications of the War in Ukraine », March 2022.

Impact du conflit en Ukraine sur le PIB en 2022 (par rapport aux projections avant le conflit en Ukraine)



Impact du conflit en Ukraine sur l'inflation en 2022 (par rapport aux projections avant le conflit en Ukraine)



Source : OCDE

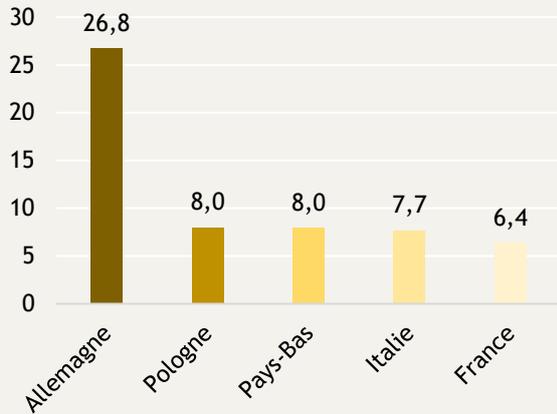
En 2021, la Russie était le 5^{ème} partenaire des exportations des biens de l'UE (4,1%). La balance commerciale de biens était déficitaire à 69,2 milliards d'euros au détriment de l'Union européenne, principalement à cause de l'énergie (62,4% des importations de l'UE). Les importations de biens de l'UE depuis la Russie s'élevaient au même moment à 158,5 milliards d'euros. Les exportations de biens de l'UE vers la Russie se chiffraient quant à elles aux alentours de 89,3 milliards d'euros. La part des produits manufacturés représentait 88% de l'ensemble de ces exportations. Les machines et véhicules (43,8%), les produits chimiques (22,5%) et autres produits manufacturés (21,9%) sont les biens de l'Union européenne qui sont les plus exportés vers la Russie. L'Allemagne était le pays de l'Union européenne qui commerçait le plus avec la Russie en 2021, avec des exportations et des importations de biens respectivement de l'ordre de 27 et 29 milliards d'euros. A terme, il est fort probable que la Russie se rapproche davantage de la Chine, pays qui s'est d'ailleurs abstenu de condamner l'invasion russe en Ukraine au vote de la résolution de l'ONU²⁰. Les exportations chinoises vers la Russie ont déjà progressé de 41,5% durant les mois de janvier et février, par rapport à la même période de l'année dernière.

S'agissant du Luxembourg, les exportations et importations de biens vis-à-vis de la Russie s'élevaient respectivement à 155 et 16 millions d'euros en 2021. Les exportations luxembourgeoises de services vers la Russie se chiffraient quant à elles à 191 millions d'euros, dont 35 pour les services financiers en 2020. Les importations luxembourgeoises de services depuis la Russie s'élevaient au même moment à 197 millions d'euros. Toujours pour l'année 2020, les exportations luxembourgeoises de services vers l'Ukraine cette fois ci, étaient de 91 millions, dont 11 pour les services financiers. Les importations luxembourgeoises de services depuis l'Ukraine se chiffraient à 51 millions d'euros.

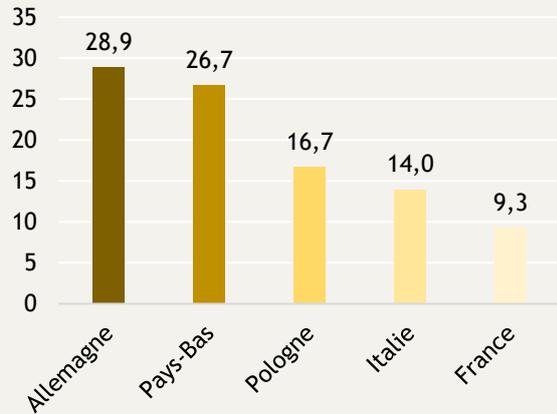
Pour l'Ukraine, cette guerre devrait mener à un effondrement économique ainsi qu'à un exode migratoire important. Du 24 février au 15 mars 2022 inclus, près de 3,1 millions d'Ukrainiens ont fui leur pays d'origine pour se rendre en Union européenne, représentant ainsi le flux de réfugiés le plus rapide en Europe depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale. Les dégâts matériels vont fortement dégrader la balance commerciale et les finances publiques du pays et pourraient aussi participer à faire monter sensiblement le cours mondial du blé. L'Ukraine est le 7^{ème} producteur mondial et le 4^{ème} exportateur mondial de cette denrée.

²⁰ 141 pays ont voté en faveur du retrait des troupes russes en Ukraine. 35 pays se sont toutefois abstenus (parmi les plus importants, 3 pays membres des BRICS : la Chine, l'Inde et l'Afrique du Sud) et 5 pays ont voté contre.

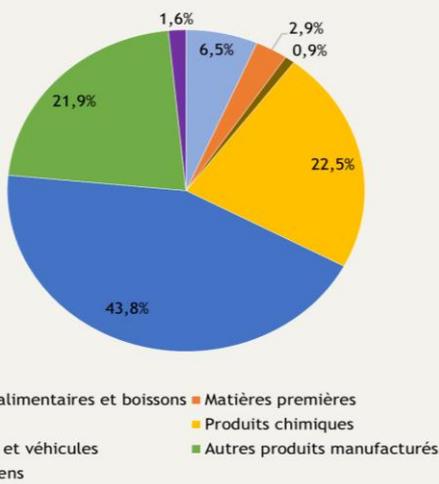
Pays de l'UE qui exportent le plus vers la Russie en 2021 (en milliards d'euros)



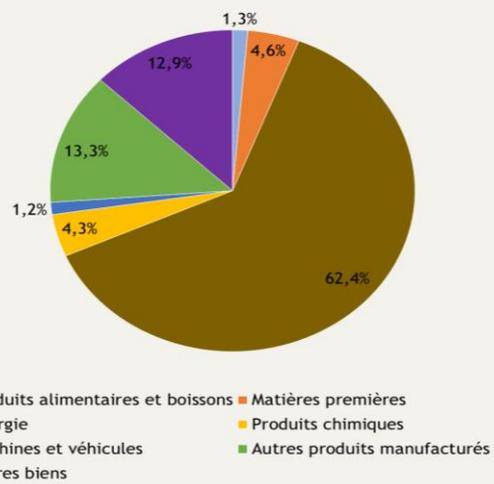
Pays de l'UE qui importent le plus depuis la Russie en 2021 (en milliards d'euros)



Exportations de l'UE vers la Russie en 2021



Importations de l'UE depuis la Russie en 2021

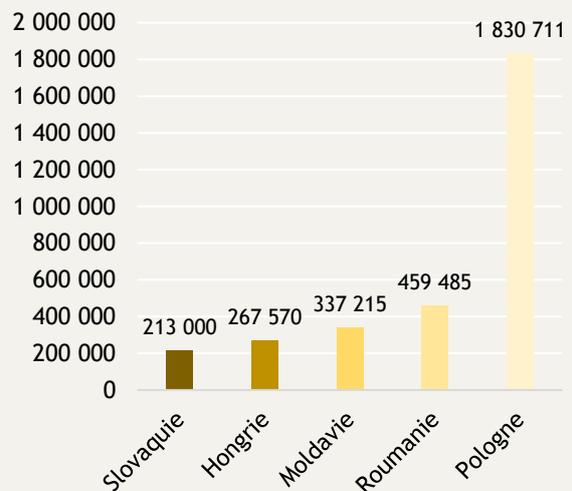


Source : Commission européenne

Nombre de réfugiés au sein de l'Union européenne



Nombre de réfugiés ukrainiens



Source : OCDE

Encadré 2 : Un nouveau choc pétrolier

Les cours du pétrole et du gaz ont connu une envolée spectaculaire²¹ à la suite de l'intervention militaire russe en Ukraine, qui a au demeurant ajouté de l'huile sur le feu dans une situation déjà extrêmement complexe pour les hydrocarbures. En effet, l'industrie pétrolière et gazière était en réalité déjà dans une situation structurelle de défaillance d'approvisionnement avant même le début des tensions géopolitiques en raison de l'importance du sous-investissement depuis 2015²², de la discipline maintenue des pétroliers et gaziers de schiste américains privilégiant désormais la rentabilité financière à une croissance effrénée de la production, du fait également de plus fortes contraintes d'accès au financement avec la lutte contre le réchauffement climatique, d'une transition énergétique prenant plus de temps que prévu et de l'importante demande découlant de la forte reprise économique post-Covid. En témoignent les prix de ces matières premières qui avaient nettement progressé depuis avril 2020 et qui avaient atteint en moyenne 83,5\$ pour le Brent, 81,5\$ pour le WTI au mois d'octobre 2021 et des records historiques pour le gaz en Europe au cours du quatrième trimestre de la même année²³.

Malgré une situation qui évolue au jour le jour, plusieurs institutions ont d'ores et déjà communiqué leurs prévisions de prix. Toutefois, ces dernières sont jonchées d'incertitudes compte tenu de l'imprévisibilité de la durée du conflit et des sanctions prises à l'encontre de la Russie²⁴, des pourparlers entre les Etats-Unis et l'Iran ainsi que du Venezuela, des décisions prises au sein de l'OPEP+, de la capacité des producteurs à remettre du pétrole et du gaz sur le marché et de l'évolution même de la pandémie de COVID-19. Dès lors, les écarts de prévisions de prix sont importants entre les différents établissements. Si l'Agence internationale de l'énergie table sur un prix moyen de 116\$ pour le Brent au deuxième trimestre de 2022, puis de 102\$ pour le deuxième semestre de l'année et 89\$ en moyenne pour 2023²⁵, d'autres experts voient les prix du brut se stabiliser aux alentours de 90\$ et 110\$ dans un futur proche. Les plus pessimistes anticipent même des prix de l'ordre de 150\$ à 175\$, voire 200\$ en cas de durcissement du conflit et de sanctions durables.

Au-delà d'une inflation plus soutenue²⁶ et d'une volatilité des marchés financiers plus notable²⁷, des prix de l'énergie élevés pourraient à leur tour entraîner une hausse importante des prix des denrées alimentaires, à travers les semences agricoles et les engrais chimiques. Au regard de la situation passée lors de la précédente crise financière, accentuée voire provoquée par le troisième choc pétrolier pour certains économistes, il existe des risques non négligeables d'instabilités sociales et d'émeutes de la faim dans les pays les pauvres et les plus dépendants à certaines denrées alimentaires en risque de pénurie²⁸.

²¹ Le cours du Brent a atteint 139,1\$ début mars 2022, soit un cours très proche du record à 147,5\$ enregistré en juillet 2008. Toutefois, ajusté par l'indice des prix US à la consommation, le cours de 2008 équivaut aujourd'hui à un prix de 192\$.

²² Voir : Valici, T. (2018) : « Regards sur l'or noir : un nouveau choc pétrolier se dessinerait-il à l'horizon ? », IDEA - DT n° 18.

²³ Voir : IFPEN (2022) : « Tendances des Marchés du Gaz Naturel pour le 4^{ème} trimestre 2021 ? », Regards Economiques.

²⁴ Le président des Etats-Unis Joe Biden a interdit l'importation du pétrole et gaz russe. Le Royaume-Uni a suivi et a fait de même. Toutefois, le gaz russe représentant 40% du marché européen du gaz, l'Union européenne a préféré réduire à deux tiers sa dépendance d'ici la fin de l'année et devenir à terme plus indépendante de la Russie. Voir : European Commission (2022): « REPowerEU: Joint European action for more affordable, secure and sustainable energy ».

²⁵ Voir : IEA (2022) : « Short-Term Energy Outlook » - March 2022.

²⁶ Au cours des 50 dernières années, le cycle moyen des prix des produits de base a duré environ six ans. Voir : The World Bank Group (2022): *Global Monthly February 2022*, Prospects Group.

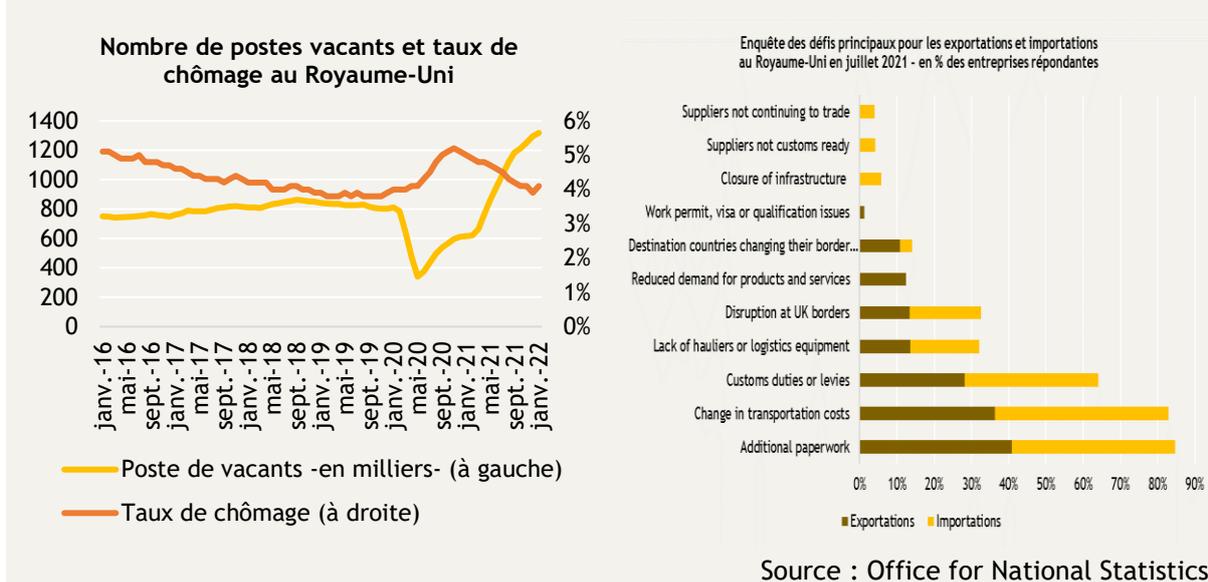
²⁷ Une volatilité élevée peut être préjudiciable à l'activité économique luxembourgeoise. En effet « une baisse de 10% de l'indice Eurostoxx entraînerait une baisse de de 0,3 point de pourcentage du PIB et de 0,6 point de pourcentage de la valeur ajoutée du secteur financier. De la même manière, une baisse de 10% de l'indice luxembourgeois LuxX entraînerait une baisse de 0,4 point de pourcentage du PIB et de 0,9 point de pourcentage de la valeur ajoutée du secteur financier » Voir : Hennani, R. (2017) : « Performance économique et marchés boursiers : le cas du Luxembourg », IDEA - DT n° 4.

²⁸ Grand importateur de blé, l'Egypte pourrait prochainement rencontrer des difficultés aussi à cause de la situation de conflit actuelle en Ukraine et de l'importante sécheresse au Maroc.

Encadré 3 : L'après-Brexit pour le Royaume-Uni

S'il est difficile pour l'heure de quantifier les effets du Brexit et de les distinguer des effets de la Covid-19, il est toutefois possible de tirer quelques premiers enseignements instructifs. Dans l'ensemble et depuis le 1^{er} janvier 2021, le Brexit a eu pour conséquences de réduire les échanges commerciaux des entreprises britanniques avec leurs consœurs européennes, malgré l'accord de libre-échange du 30 décembre 2020²⁹. Les plus petites entreprises semblent être davantage affectées. Une réduction de la productivité ainsi que de la compétitivité et une hausse des coûts ont aussi été relevées, émanant en partie des contraintes douanières à la frontière avec les retards et charges administratives supplémentaires. Certaines entreprises britanniques opérant dans les services ont elles aussi été affectées à cause de changements réglementaires. Les restrictions en termes de mobilité des travailleurs entre le Royaume-Uni et l'UE ont en effet pénalisé les activités des prestataires de service et les entreprises qui dépendaient de la main-d'œuvre étrangère³⁰.

Cependant, Boris Johnson entend bien mettre à profit le retrait du Royaume-Uni pour permettre au pays de rebondir économiquement³¹. Au-delà d'une multitude de changements réglementaires, notamment dans l'industrie financière³², le Gouvernement a annoncé les futurs grands axes sur lesquels le Royaume-Uni devrait se perfectionner : les sciences et nouvelles technologies, l'économie digitale, les services juridiques, l'automobile et l'aérospatial, l'agriculture ainsi que le commerce international avec la création de huit ports francs et une large politique d'accords commerciaux (« Global Britain »)³³. Le Gouvernement britannique accorde enfin une attention toute particulière à restaurer la transparence et la confiance (en termes de gouvernance responsable et de vérification de la véracité des informations financières) des grandes entreprises³⁴ et à renforcer la sécurité liée à l'internet à cause de l'inquiétante multiplication des cyberattaques.



²⁹ Le 30 décembre 2020, un accord de commerce et de coopération a été signé entre l'Union européenne et le Royaume-Uni.

³⁰ Alors que le taux de chômage est au plus bas (4,1%), plus de 1,3 million de postes sont vacants, soit un record. « Plus de la moitié des entreprises signalant une pénurie de main-d'œuvre ont déclaré qu'elles n'étaient pas en mesure de répondre aux demandes, tandis que plus de 60 % des entreprises de 10 employés ou plus ont déclaré que leurs employés travaillaient de plus longues heures. » Voir : ONS (2021): « Changing trends and recent shortages in the labour market, UK: 2016 to 2021 ».

³¹ Voir : Her Majesty's Government (2022): « The Benefits of Brexit - How the UK is taking advantage of leaving the EU ».

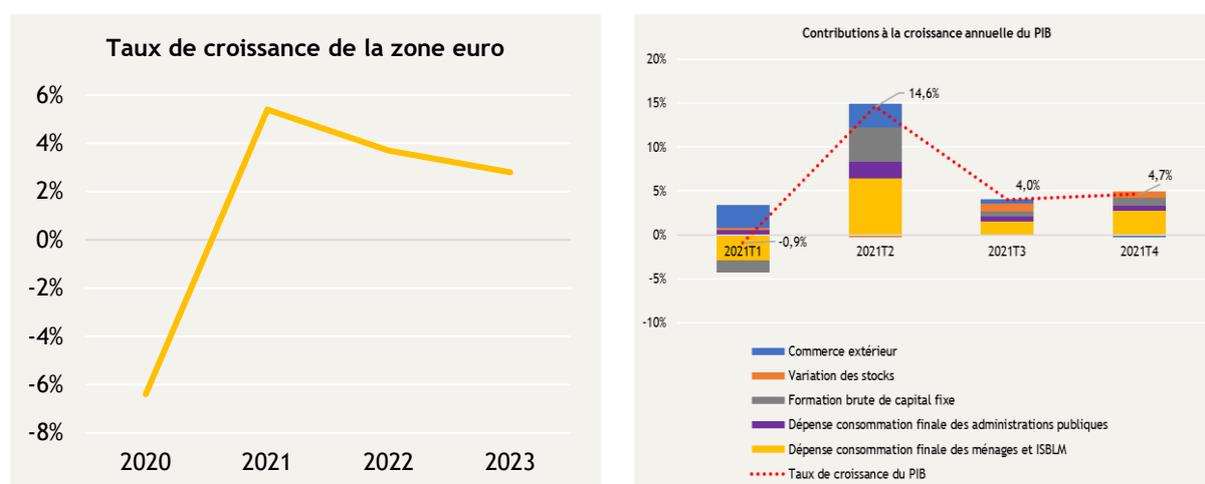
³² Réformes pour que les marchés financiers britanniques soient plus compétitifs internationalement (« Investment Big Bang ») : réforme de Solvency II, orientation vers les nouvelles technologies et l'économie verte, hub pour les introductions en bourse.

³³ En plus de l'Union européenne, le Royaume-Uni a signé des accords commerciaux avec 70 pays, dont l'Australie et le Japon. Le pays a aussi lancé les discussions pour signer un accord commercial avec l'Inde. Le Royaume-Uni est devenu un partenaire de dialogue de l'ASEAN (« Association of Southeast Asian Nations ») et souhaite se rapprocher encore plus des Etats-Unis.

³⁴ Faisant suite aux scandales financiers : British Home Stores (BHS) en 2016 et Carillion en 2018 qui ont terni l'image du pays. Voir : Department for Business, Energy & Industrial Strategy (2021): « Restoring trust in audit and corporate governance ».

Zone euro : toujours hétérogène, mais en passe de devenir stratégique³⁵

Après un décrochage historique du PIB de 6,4% en 2020, la croissance de la zone euro devrait se stabiliser aux alentours de 5,4% en 2021, 3,7% en 2022 et 2,8% en 2023 selon les dernières prévisions de la BCE³⁶. La croissance économique a renoué avec son potentiel grâce à une hausse des investissements liée aux plans de relance nationaux et européens et à une consommation intérieure plus soutenue qu'anticipée, suite aux mesures moins restrictives pour contenir la vague liée au variant Omicron, réduisant au passage le taux d'épargne des ménages. Le niveau du PIB a d'ailleurs atteint son niveau d'avant crise au dernier trimestre. En allouant plus de ressources vers une économie plus respectueuse de l'environnement et davantage axée sur le numérique, ces politiques de relance budgétaire devraient non seulement accompagner la politique accommodante de la BCE, mais aussi accroître le potentiel de croissance.



Sources : Eurostat et BCE

Le marché de l'emploi est redevenu dynamique. Le taux de chômage devrait ainsi continuer à baisser et revenir vers un niveau proche d'avant crise à mesure que la reprise s'installe. Il devrait être en moyenne de 7,3% en 2022 et 7,2% en 2023 contre 7,7% en 2021 selon la BCE. La forte croissance de l'emploi s'associe à une hausse du nombre de postes vacants et à l'apparition de poches de pénuries de main-d'œuvre de plus en plus prononcées, rendant les difficultés de recrutement plus palpables pour les entreprises et limitant ainsi la production. Les salaires devraient ainsi continuer à progresser. Sous l'effet d'une demande soutenue en main-d'œuvre et des évolutions démographiques, la BCE entrevoit un taux de chômage de 7% en 2024, ce qui correspondrait au taux de chômage annuel le plus bas de la zone euro depuis sa création en 1999.

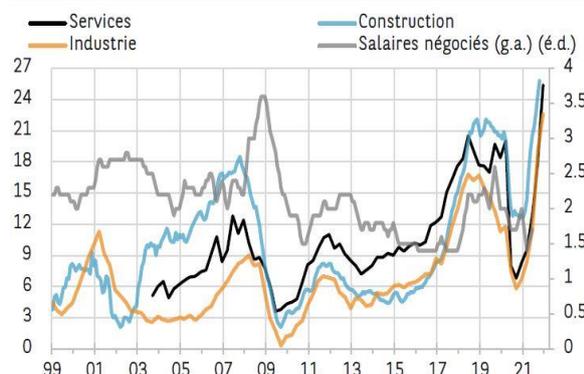
L'inflation n'a cessé de s'accroître et s'est élevée à un taux de 5% à la fin de l'année. Cette poussée inflationniste a principalement été provoquée par la forte hausse des prix des carburants, du gaz et de l'électricité et la réouverture de l'économie, conjuguée avec une demande soutenue et des contraintes dans les chaînes d'approvisionnement liées entre autres aux pénuries de métaux, bois, plastique et semi-conducteurs. Ceci étant, la BCE table sur un retour à la normale d'ici 2023, avec un taux d'inflation anticipé à 2,1%, après un pic inflationniste à 5,1% en 2022. Les prix de l'énergie devraient in fine se stabiliser et les difficultés du commerce mondial s'apaiser. Bien que les coûts

³⁵ Pour l'économiste Philippe Chalmin, la crise de 1929 a mis fin aux années folles et a ouvert la voie au populisme, la crise de 1970 tua les trente glorieuses et s'est poursuivie avec la montée du libéralisme (puis du néolibéralisme après la fin de la Guerre froide) et la pandémie de Covid-19 a mis fin à la mondialisation heureuse, réhabilitant l'interventionnisme des Etats dans l'économie et inaugurant un rééquilibrage géopolitique. Voir : Chalmin, P. (2021) : « COVID-19 Regards Croisés sur la Crise » Université Paris Dauphine PSL, pp.77-80. Même si pour d'autres économistes, l'élection du président américain Donald Trump fut le réel élément déclencheur et non la pandémie de Covid-19.

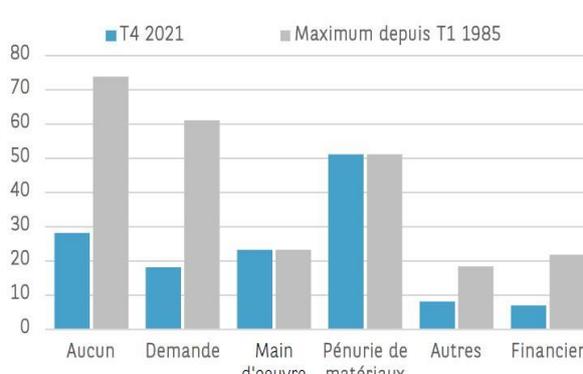
³⁶ Voir : ECB (2022) : « Combined monetary policy decisions and statement » - March 2022.

salariaux devraient augmenter en raison d'une croissance attendue plus lente de la productivité par personne employée et des tensions sur le marché du travail, les effets de la hausse des revenus sur l'inflation devraient être contenus, pour cause notamment d'un faible nombre de pays qui disposent de mécanismes d'indexation des salaires³⁷.

ZONE EURO : PÉNURIE DE MAIN-D'ŒUVRE ET CROISSANCE DES SALAIRES NÉGOCIÉS

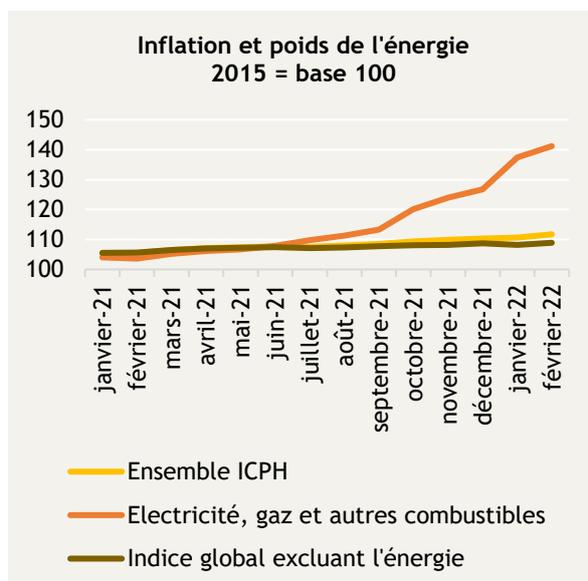
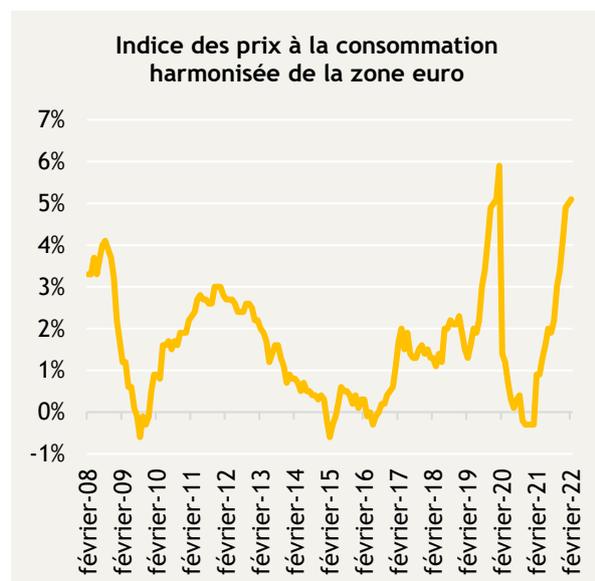


FACTEURS LIMITANT LA PRODUCTION INDUSTRIELLE DANS LA ZONE EURO



Source : BNP Paribas Economic Research (d'après la BCE et la Commission européenne)

Toutefois, de nombreuses incertitudes demeurent, car l'évolution de l'inflation est étroitement liée à l'évolution même de la pandémie de COVID-19 et du conflit en Ukraine. Ces deux facteurs restent grandement incertains et non prévisibles. Si d'autres variants menaçants venaient à émerger, ils pourraient faire durer les goulots d'étranglement et aboutir à augmenter les prix des intrants, ronger les marges des entreprises et a fortiori maintenir les prix élevés des extrants. En outre, des tensions persistantes avec la Russie autour de l'Ukraine et de Nord Stream 2 pourraient contribuer à maintenir les prix des hydrocarbures élevés. Une hausse continue et durable de l'inflation pourrait à son tour faire émerger des revendications salariales à cause d'une perte du pouvoir d'achat et alimenter une certaine spirale prix-salaires.



Source : Eurostat

Alors que les risques découlant de l'augmentation des niveaux de dette souveraine provoquée par la pandémie restent pour l'heure contenus, toute hausse des taux d'intérêt pourrait être très

³⁷ Voir : ECB (2021): « Eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area - December 2021 ».

préjudiciable pour les pays de la zone euro les plus endettés, parmi eux la Grèce (200% du PIB), l'Italie (155%), le Portugal (130%), l'Espagne (122%) ou encore la France (116%)³⁸ et la Belgique (111%). Le risque d'une nouvelle crise des dettes souveraines européennes ne peut donc être écarté d'un revers de main³⁹. D'ailleurs, sous l'effet de l'inflation, les écarts des taux à 10 ans entre l'Allemagne et les pays mentionnés ci-dessus ont déjà commencé à augmenter, pouvant aussi refléter les craintes des marchés financiers en ce qui concerne leur capacité à honorer leurs engagements. Face à ce dilemme, la BCE a annoncé qu'elle réduirait l'ampleur de son programme d'achat mensuel d'actifs, qui passerait de 40 milliards d'euros en avril à 30 en mai, puis 20 en juin. Bien que ses trois taux d'opérations principales de refinancement (0%), de facilité de prêt marginal (0,25%) et de dépôt (-0,5%) restent inchangés, son programme d'achats d'urgence face à la pandémie devrait s'arrêter fin mars 2022. Sa nouvelle politique⁴⁰, comprenant désormais un objectif symétrique d'inflation à 2% à moyen terme, lui a permis de ne pas se précipiter.

Le commerce international des biens a progressé à la fois au sein même de la zone euro et vers le reste du monde par rapport à l'année 2020. La zone euro a toutefois enregistré en 2021 un surplus de son commerce de biens vers le reste du monde en net recul, passant de 233,9 à 128,4 milliards d'euros. L'augmentation des prix des matières premières et notamment de l'énergie ont particulièrement contribué à augmenter la valeur des importations et ainsi à dégrader de manière notable le solde commercial. Pour la première fois depuis janvier 2014, la balance commerciale de biens de la zone euro a enregistré un déficit de 1,5 milliard d'euros au mois de novembre avec le reste du monde. Ce solde devrait continuer à être pénalisé par les prix de l'énergie, attendus plus élevés pour les prochaines années.

La rentabilité des entreprises non financières, mesurée par l'excédent brut d'exploitation, résiste et reste à des niveaux élevés, supérieurs même à la période d'avant crise sanitaire malgré la levée progressive du soutien public. Elle devrait d'ailleurs se maintenir à des seuils élevés. Force est de constater que les défaillances anticipées au sortir de la crise et tant redoutées ne se sont pas produites. Celles-ci sont d'ailleurs actuellement à un niveau inférieur à 2019. Le taux d'investissement des entreprises non financières se redresse mais n'arrive pas encore à enrayer le repli amorcé dès le début de la crise. De par leurs niveaux actuels de rentabilité et grâce au soutien de la demande privée et publique et aux conditions de financement particulièrement avantageuses, la situation de sous-investissement devrait in fine finir par s'estomper et se retourner. Les dépenses des ménages sont quant à elles reparties à la hausse et leur taux d'épargne continue de diminuer. Cependant, l'excès d'épargne accumulé lors de la crise sanitaire reste encore très présent dans les différents pays de la zone euro⁴¹. Les ménages ont continué d'investir dans le logement et ont aussi pu bénéficier pleinement des effets de richesse à travers l'appréciation de la pierre⁴².

Face à la montée des risques géopolitiques et aux diverses pénuries, la Commission européenne a lancé une série de mesures stratégiques visant à renforcer sa souveraineté, son autonomie et sa sécurité d'approvisionnement. Parmi elles, un paquet législatif sur les semi-conducteurs⁴³, des

³⁸ Selon Villeroy de Galhau : « une hausse de seulement 1% des taux, qui n'a rien d'un scénario extrême, coûterait au bout de 10 ans, 39 milliards d'euros par an de charge de la dette supplémentaire (...) soit l'équivalent du budget de la défense nationale chaque année ». Voir : « Pour l'économie française et européenne, réussir l'après-COVID », Université Dauphine PSL

³⁹ « Dans l'ensemble, les risques découlant de l'augmentation des niveaux de dette souveraine (...) semblent gérables à court terme, mais les risques souverains pourraient s'intensifier en cas de hausse soutenue des niveaux de taux d'intérêt » Voir : ECB (2021) : « Sensitivity of sovereign debt in the euro area to an interest rate-growth differential shock ».

⁴⁰ Voir : ECB (2021) : « ECB's Governing Council approves its new monetary policy strategy ».

⁴¹ Selon le MES, les résidents de la zone euro ont accumulé un stock d'épargne de 600 milliards d'euros - 45% d'épargne forcée et 55% d'épargne de précaution. Voir ESM (2021) : « From savings to spending: Fast track to recovery ».

⁴² Au mois de février 2022, le Comité européen du risque systématique (CERS) a émis un avertissement à la Slovaquie pour cause de vulnérabilités perçues à moyen terme sur son marché immobilier. Les vulnérabilités ont aussi persisté dans les pays suivants de la zone euro : Finlande, Luxembourg et Pays-Bas, malgré les mesures prises par les pouvoirs publics pour y remédier.

⁴³ Voir : Commission européenne (2022) : « Souveraineté numérique: la Commission propose un paquet législatif sur les semi-conducteurs pour faire face aux pénuries de semi-conducteurs et renforcer l'avance technologique de l'Europe ».

règlements pour lutter contre les subventions étrangères⁴⁴ et la coercition économique⁴⁵, une action conjointe pour une énergie plus abordable, sûre et durable⁴⁶ et le plan de relance « NextGenerationEU⁴⁷ », doté d'une enveloppe totale de 750 milliards d'euros.

Encadré 4 : L'euro fête ses 20 ans, un nouveau souffle dans les voiles ?

Lors de son allocution pour la nouvelle année 2022⁴⁸, le Gouverneur de la Banque de France François Villeroy de Galhau en a profité pour célébrer les vingt ans de la monnaie unique. Réalisation la plus aboutie de l'intégration européenne, l'euro aurait entre autres permis de protéger le pouvoir d'achat des consommateurs, sauvegarder les économies européennes des crises économiques et renforcer la souveraineté européenne. Utilisée tous les jours par 340 millions d'individus dans 19 pays, elle est une monnaie parmi les mieux sécurisées et est la deuxième la plus utilisée au monde après le dollar⁴⁹. 78% des citoyens de la zone euro y sont d'ailleurs favorables et considèrent l'euro comme un élément positif.

Toutefois, 20 ans après, l'euro n'est toujours pas « *pleinement opérationnel* », comme tient à le rappeler le Gouverneur de la Banque de France. En témoignent les divergences particulièrement notables et persistantes entre les pays du Nord (Allemagne et Pays-Bas) et du Sud (Grèce, Italie, Espagne) de la zone euro, particulièrement en termes de taux de chômage, de dettes publiques et de balances courantes.

François Villeroy de Galhau propose ainsi « *deux flotteurs* », l'un public et l'autre privé, pour hisser toutes les voiles du « *trimaran* » dont la coque centrale serait « *la BCE et la politique monétaire unique* ». Avec une capacité budgétaire commune, sans pour autant faire appel à un budget annuel supplémentaire, le premier flotteur public permettrait de mieux résister face aux chocs macroéconomiques. Le second flotteur, privé quant à lui, capterait l'épargne domestique abondante afin de la réallouer de manière plus efficiente vers « *les deux grandes transformations de la décennie à venir : les transformations écologique et numérique.* » Ce dernier flotteur ne sera toutefois rendu possible que si les deux chantiers « *impératifs* » que sont l'Union bancaire et l'Union des marchés de capitaux sont achevés. Pour la Banque de France, il s'agit d'une priorité pour laquelle elle souhaite activement contribuer dans le cadre de la Présidence française de l'Union européenne.

Lors du dernier semestre européen, la Commission européenne a également annoncé une liste de plusieurs recommandations adressées aux différents pays membres pour œuvrer à terme à la convergence économique. Ont notamment été annoncés : l'instauration de politiques budgétaires soutenables permettant à la fois d'honorer les dettes publiques lorsque les conditions économiques s'éclairciront mais aussi d'intervenir en cas de reprise de la pandémie, le renforcement des investissements pour une croissance soutenable et robuste ainsi que l'instauration de politiques actives pour le marché du travail. L'institution bruxelloise invite également les pays membres à poursuivre les travaux destinés au renforcement du rôle international de l'euro et au soutien de la création d'un euro numérique.

⁴⁴ Voir : Commission européenne (2022) : « La Commission propose un nouveau règlement pour s'attaquer aux distorsions causées par les subventions étrangères au sein du marché unique ».

⁴⁵ Voir : Commission européenne (2022) : « L'UE renforce la protection contre la coercition économique ».

⁴⁶ Voir : European Commission (2022) : « REPowerEU: Joint European action for more affordable, secure and sustainable energy ».

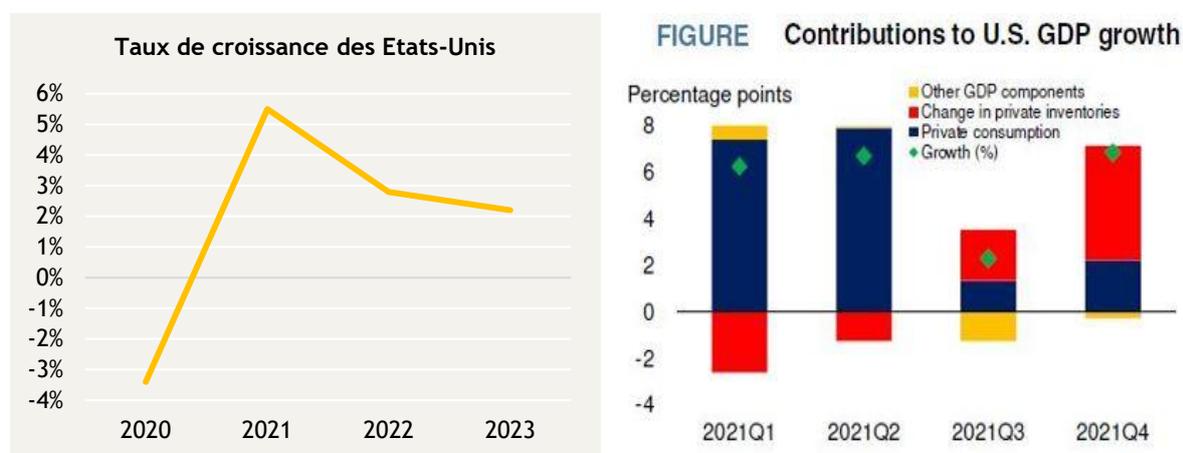
⁴⁷ Voir : Commission européenne (2022) : « The EU's 2021-2027 long-term Budget and NextGenerationEU - Facts & Figures » Ce plan de 2.018 milliards d'euros est composé d'un grand ensemble de programmes. Les plus emblématiques sont : Horizon Europe, ITER, Euratom, Connecting Europe Facility Transport - Energy - Digital et EU4Health. Des fonds sont aussi prévus pour l'agriculture, l'aérospatial, la cohésion et les régions, l'environnement, la sécurité, la défense et l'immigration.

⁴⁸ Voir : Villeroy de Galhau, F (2022) : « Les Vœux du Gouverneur de la Banque de France », Banque de France ACPR.

⁴⁹ Voir : Commission européenne (2022) : « Vingt ans avec l'euro en poche ».

États-Unis : In Fed We Trust

Après un recul du PIB de 3,4% en 2020, la croissance américaine s'est établie à 5,5% en 2021 et devrait être de l'ordre de 2,8% en 2022 et de 2,2% en 2023 selon la FED⁵⁰. Cette forte reprise économique est expliquée par l'effet de rattrapage, mais aussi l'investissement, les exportations ainsi que la consommation, notamment soutenue par le plan de sauvetage du président Joe Biden (« American Rescue Plan Act of 2021⁵¹ »). Signé mi-mars 2021 et doté une enveloppe de 1.900 milliards de dollars, celui-ci a en effet permis de stimuler l'activité économique, protéger les entreprises (de manière plus ciblée par rapport aux précédents plans de soutien), venir en aide aux ménages (en particulier ceux à faibles revenus) sous différentes formes, soutenir les collectivités intra-fédérales ainsi que l'éducation et contribuer au bon déroulement et à la rapidité de la campagne de vaccination⁵². Avec plus de 90% des dépenses budgétées pour l'année 2021, l'effet de ce plan de relance devrait progressivement s'estomper et la croissance ralentir.



Sources : FED et Banque Mondiale

Le déficit budgétaire des Etats-Unis s'est chiffré à 2.772 milliards de dollars (12% du PIB) en 2021, contre 3.130 milliards (15% du PIB) en 2020. Estimées à 5.000 milliards de dollars, les différentes mesures prises depuis le début de la pandémie⁵³ ont certes fortement plombé les finances publiques, avec une dette qui oscille désormais aux alentours de 123,4% du PIB au quatrième trimestre et un bilan de la FED qui a considérablement augmenté⁵⁴, mais elles ont permis de provoquer un regain rapide de croissance. A la différence du Japon et de l'Europe, le PIB américain a dépassé son niveau d'avant Covid dès le troisième trimestre de l'année 2021. La structure de l'économie américaine, davantage axée sur les services, peut aussi expliquer ces résultats. Pendant de la médaille, une grande partie de la demande intérieure s'est toutefois portée sur des biens importés, causant un

⁵⁰ Voir : FED & FOMC (2021) : « Summary of Economic Projections » - March 2022.

⁵¹ Voir : The United States Congress (2021) : « American Rescue Plan Act of 2021 » - Public Law No: 117-2.

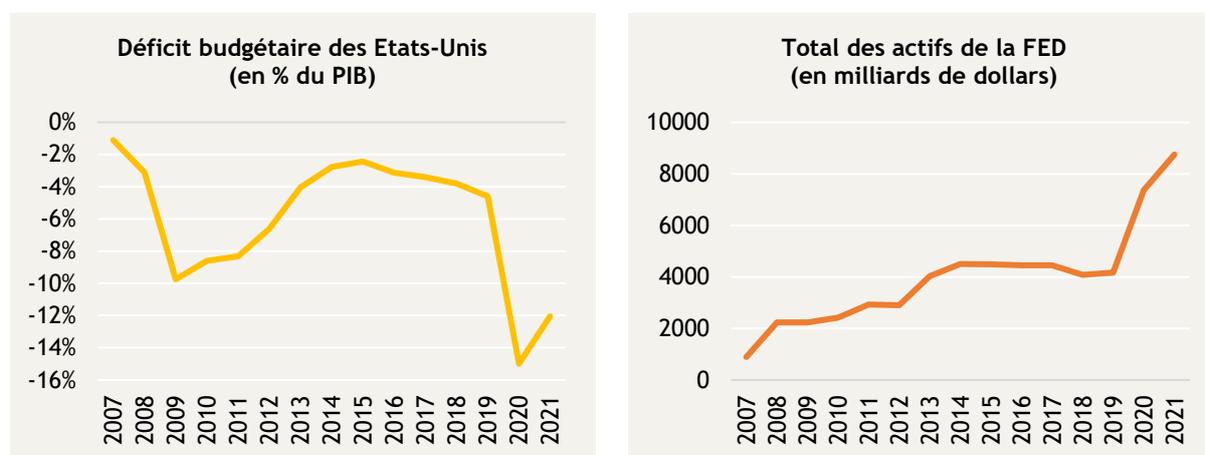
⁵² Voir : U.S. Department of the Treasury (2021) : « American Rescue Plan: Treasury's Progress and Impact After Six Months ».

⁵³ En plus de l'*American Rescue Plan Act*, il y a eu deux autres programmes de dépenses majeurs : *The Coronavirus Aid, Relief and Economic Security Act* (CARES Act) de 2.200 milliards de dollars (en mars 2020) et *The Consolidated Appropriations Act 2021 - COVID-19 relief* de 900 milliards de dollars (en décembre 2020). D'autres programmes de soutien ont aussi vu le jour depuis le début de la pandémie de coronavirus : *The Coronavirus Preparedness and Response Supplemental Appropriations Act* et *The Families First Coronavirus Response Act* (en mars 2020) et *The Paycheck Protection Program and Health Care Enhancement Act* (en avril 2020). Voir: Congressional Research Service (2021): « Tallying Federal Funding for COVID-19: In Brief »

⁵⁴ En réponse au choc du COVID-19, la FED a relancé son programme d'achat d'actifs à grande échelle (LSAP), mis en œuvre pour la première fois en 2009. Du début de la crise à fin décembre 2021, la FED a augmenté ses soldes de réserve de 4.200 milliards de dollars, entraînant ainsi un doublement du bilan de la banque centrale. Voir : Emmons, W. (2022): « Have Fed Asset Purchases Reshaped Bank Balance Sheets? Part 1 », Federal Reserve Bank of St Louis.

déficit de 1.091 milliards de dollars de la balance commerciale en 2021, contre 922 milliards en 2020 (+18,3%)⁵⁵ et en une demande plus soutenue pour les pays qui exportent le plus vers les Etats-Unis.

Dans la foulée de son plan de sauvetage pour lutter contre la COVID-19, Joe Biden a poursuivi les mesures incluses dans son programme « Build Back Better Framework⁵⁶ » pour « reconstruire la classe moyenne ». Ratifié mi-novembre 2021, le plan d'infrastructures (« Infrastructure Investment and Jobs Act⁵⁷ ») prévoit quant à lui une enveloppe de 1.200 milliards de dollars sur la décennie 2022-2031, dont 550 milliards sont budgétés pour les 5 prochaines années, afin de moderniser, sécuriser et décarboner les infrastructures⁵⁸. Ce nouveau plan de relance devrait accroître le potentiel de croissance, grâce à une baisse des coûts pour les entreprises et des temps de trajet et ainsi déboucher sur une augmentation de la productivité et de la compétitivité du pays. Il devrait aussi permettre de créer des centaines de milliers d'emplois et d'améliorer in fine la participation au marché du travail et ce notamment pour les personnes et communautés les plus démunies, suite à une meilleure desserte due à un accès plus facile aux transports en commun.



Source : FED

Le taux de chômage poursuit sa décrue et a clôturé l'année à 3,9%, contre 14,7% au plus fort de la crise sanitaire en avril 2020. Il devrait se stabiliser à 3,5% au courant de l'année 2022, soit au même niveau qu'avant l'arrivée de la pandémie de COVID-19. Dans la même veine, le taux de participation à la population active continue lui aussi à s'améliorer, en se stabilisant désormais à 61,9%, contre 60,2% en avril 2020. Il reste toutefois encore en-deçà du niveau d'avant crise (63,4%). Selon la FED⁵⁹, plusieurs raisons peuvent expliquer cela. De façon conjoncturelle, la peur de contracter le virus, l'imprévisibilité des horaires scolaires couplée avec la plus faible disponibilité des gardes d'enfants peuvent être des facteurs responsables d'une partie de la baisse du taux de participation. La fin des versements liés à l'assurance chômage a cependant contredit l'idée selon laquelle les salariés souhaitaient attendre tranquillement chez eux. De manière structurelle, la baisse du taux de participation est principalement due au vieillissement de la population, avec notamment l'arrivée de la génération du baby-boom dans les groupes d'âge à faible participation. En somme, le taux de participation devrait remonter à mesure que le chômage connaîtra d'autres baisses substantielles, car l'effet positif sur l'insertion professionnelle provenant d'une population en moyenne plus diplômée ne compense pas entièrement les forts effets négatifs du vieillissement.

⁵⁵ Voir : BEA (2022): « U.S. International Trade in Goods and Services, December 2021 ».

⁵⁶ Voir : The White House: « The Build Back Better Framework - President Biden's Plan to Rebuild the Middle Class ».

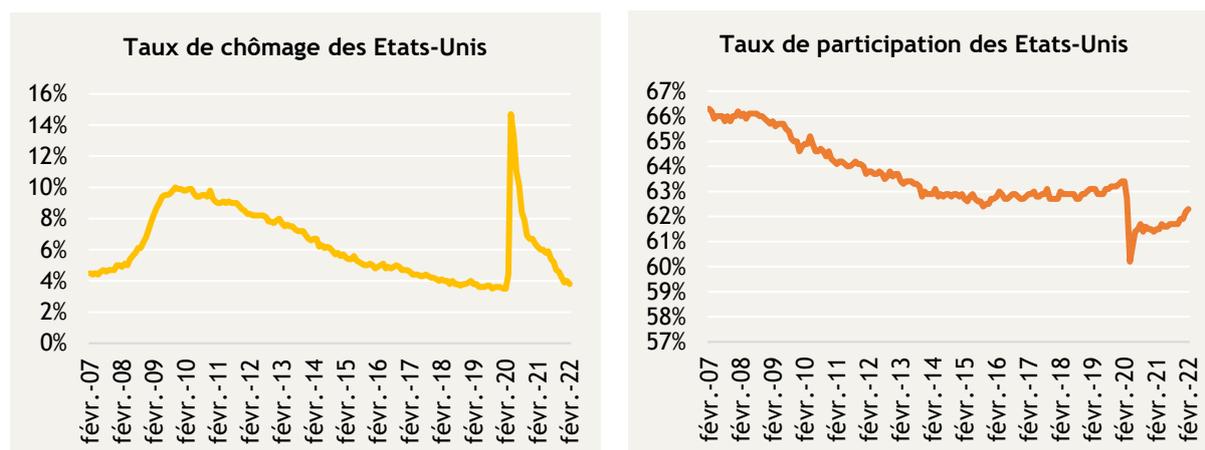
⁵⁷ Voir : The United States Congress (2021): « Infrastructure Investment and Jobs Act » - Public Law No: 117-58.

⁵⁸ Ce plan servira à reconstruire et sécuriser les routes, ponts, aéroports, voies ferrées, ports, voies navigables ainsi que les infrastructures hydrauliques et électriques, décarboner les transports et soutenir le déploiement de l'accès internet.

⁵⁹ Voir : FED Boston (2021): « Population Aging and the US Labor Force Participation Rate » - December 2021.

La crise sanitaire a entraîné une vague importante de démissions, particulièrement chez les employés de milieu de carrière (30 à 45 ans) et ceux dans les secteurs de la technologie, la santé, l'hôtellerie et le commerce de détail⁶⁰. Appelée la Grande Démission (« The Great Resignation »), le nombre de salariés américains qui ont démissionné a dépassé les niveaux pré-COVID pendant 10 mois consécutifs. Avec 4,5 millions de départs, le mois de novembre 2021 a d'ailleurs affiché un record absolu selon le BLS⁶¹. Les travailleurs ne seraient en effet plus disposés à accepter les mêmes salaires et/ou conditions de travail. Certains d'entre eux ont également démissionné pour cause d'obligations vaccinales.

Face à de telles revendications et à un marché du travail relativement transformé et redevenu très dynamique⁶², le pouvoir de négociation des salariés américains s'est nettement accru. Certaines enseignes, dont Starbucks⁶³, sont d'ailleurs en passe de voir émerger des créations de syndicats. Ceci étant, un rapport du BLS⁶⁴ a montré que le nombre de salariés appartenant à des syndicats a baissé en 2021 pour atteindre 14 millions. Le taux de syndicalisation de 2021 est revenu à son niveau de 2019, soit 10,3% en 2021⁶⁵, contre 10,8% en 2020. Ces taux restent loin derrière ceux des années 1980 (en moyenne à 17,8%), 1990 (15%) et 2000 (12,7%). Néanmoins, la réussite de l'instauration de syndicats dans les plus grandes entreprises américaines, la pénurie de main-d'œuvre et la progression des salaires (2,6% au 4^{ème} trimestre en glissement annuel) nettement inférieure à l'inflation (6,7%), rongant de ce fait le pouvoir d'achat des salariés de manière non négligeable, pourraient faire émerger un courant de revendications salariales plus important et répandu dans tout le pays.



Source : FED

Les prix à la consommation ont augmenté de 7% de décembre 2020 à décembre 2021, soit la plus forte progression annuelle depuis 1981⁶⁶. Parmi les hausses les plus importantes, les prix de l'énergie ont bondi de 29,3%, ceux des voitures et camions d'occasion de 37,3% et ceux des denrées alimentaires d'origines animales de 12,5% -soit près du triple de la hausse de l'année 2020. Les causes de cette poussée inflationniste sont nombreuses : hausse des prix des matières premières, pénuries de pièces critiques et matériaux d'emballage, goulots d'étranglement dans les chaînes d'approvisionnement, difficultés de recrutement et forte demande liée à la réouverture de

⁶⁰ Voir : Ian Cook (2021): « Who Is Driving the Great Resignation? » - Harvard Business Review et World Economic Forum (2022): The Great Resignation record: How many Americans left their jobs in November 2021? ».

⁶¹ Voir : <https://www.bls.gov/news.release/jolts.t04.htm>.

⁶² Le nombre d'offres d'emploi était estimé aux alentours de 10,6 millions au mois de novembre 2021, contre 6,8 millions un an plus tôt selon le BLS. Le ratio nombre de chômeurs par offre d'emploi est égal à 0,7, au plus bas depuis 01/2020.

⁶³ Après Buffalo, les employés de 54 coffee shops de l'enseigne Starbucks dans 19 États poursuivent des élections syndicales.

⁶⁴ Voir : Bureau of Labor Statistics (2022): « Union Members – 2021 » - January 20, 2022.

⁶⁵ Il existe toutefois une grande différence entre les secteurs privé et public. En 2021, le taux de syndicalisation des travailleurs du secteur public (33,9%) est en effet resté plus de 5 fois supérieur à celui des travailleurs du secteur privé (6,1%).

⁶⁶ Voir : BLS (2022): « Consumer Price Index: 2021 in review ».

l'économie. Après avoir relevé une fois les taux d'intérêt directeurs, le président de la FED Jerome Powell a annoncé que son institution allait resserrer encore plus la politique monétaire, avec six hausses de taux supplémentaires programmées au courant de l'année afin d'éviter une situation de surchauffe. L'inflation ne serait en effet plus si « transitoire » et de tels niveaux « ne sont certainement pas acceptables » pour l'économie américaine⁶⁷. Jerome Powell a toutefois tenu à préciser que la spirale prix/salaire n'est pas d'actualité puisque les secteurs de l'économie qui ont connu une forte croissance des salaires semblent se normaliser.

Encadré 5 : La stratégie récurrente du « containment » des Etats-Unis

Si la doctrine de l'endiguement du diplomate américain George Kennan est connue pour avoir permis de lutter contre l'expansion de l'Union des républiques socialistes soviétiques (URSS) au sortir de la seconde guerre mondiale, elle peut d'une certaine façon être toujours utilisée, comme outil d'analyse ou grille de lecture, afin de mieux comprendre les relations internationales.

En effet, Zbigniew Brzezinski, ancien conseiller à la sécurité nationale du président Jimmy Carter, recommandait lui aussi, quelques années pourtant après la fin de la guerre froide, que les Etats-Unis continuent à maintenir une influence prépondérante sur l'Eurasie, en contenant quelques nations rivales alors bien désignées qui puissent contrevenir aux intérêts du pays⁶⁸.

Toutefois, trente ans après être devenus l'hyperpuissance incontestée et bien qu'ils restent toujours aujourd'hui la puissance dominante dans les domaines militaire, économique, technologique et culturel, les Etats-Unis sont dorénavant perçus comme étant une nation affaiblie aux yeux du reste du monde. Le retrait dans l'urgence des troupes américaines en Afghanistan, le déchirement intérieur du pays qui a conduit à une prise d'assaut du Capitole ainsi que le tragique record des 974.000 décès liés à la COVID-19 l'illustrent tout particulièrement. Simultanément, la Chine, continue à monter en puissance et occupe de plus en plus le devant de la scène internationale.

Face à une situation qui pourrait s'envenimer et déboucher sur un « piège de Thucydide⁶⁹ » entre les deux protagonistes, les Etats-Unis semblent avoir opté une nouvelle fois pour une doctrine d'endiguement afin de contenir cette fois-ci l'expansion chinoise, tout en évitant une confrontation directe désastreuse. Dans un monde largement plus connecté et en raison du poids économique et technologique de la Chine, cette nouvelle forme d'endiguement risquera d'être bien différente de celle liée à l'URSS. Néanmoins, les nouvelles lois⁷⁰, les sanctions distribuées, l'envoi de vaccins contre la Covid vers les pays étrangers⁷¹ et notamment les plus pauvres et la nouvelle alliance militaire AUKUS⁷² contribuent à ralentir les plans chinois⁷³.

⁶⁷ Dans un entretien donné mi-février 2022, la secrétaire au Trésor Janet Yellen a reconnu que les niveaux d'inflation actuels ne sont pas tolérables. Elle souhaite toutefois continuer à soutenir les plans d'infrastructure et de dépenses sociales.

⁶⁸ Pour le stratège américain, le continent eurasiatique serait un « grand échiquier géopolitique » sur lequel la suprématie mondiale se joue. Voir : Brzezinski, Z. (1997): « The Grand Chessboard », Basic Books.

⁶⁹ En référence à la guerre du Péloponnèse, un piège de Thucydide se produit lorsqu'une puissance émergente va venir concurrencer une puissance dominante établie, créant ainsi la plupart du temps une situation de conflit. Voir : Graham, A. (2017): « Destined for War: Can America and China Escape Thucydides's Trap? », Houghton Mifflin Harcourt.

⁷⁰ A l'instar du COMPETES Act (America Creating Opportunities for Manufacturing Pre-Eminence in Technology and Economic Strength) visant à renforcer la compétitivité des entreprises américaines et à lutter contre les actions anti-concurrentielles chinoises ainsi que du décret signé par Joe Biden au mois de juin 2021 interdisant les investissements américains dans 59 entreprises chinoises (dont Huawei) à cause de leur proximité jugée trop proche du complexe militaro-industriel chinois.

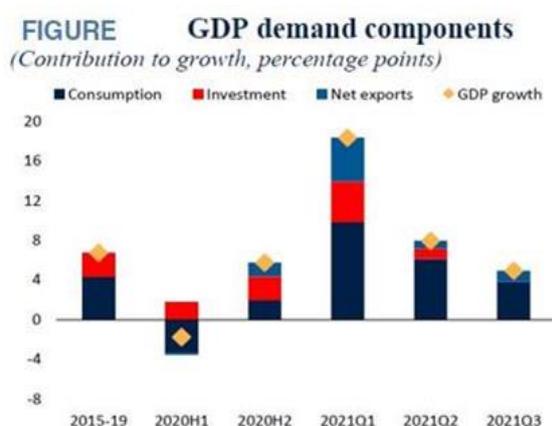
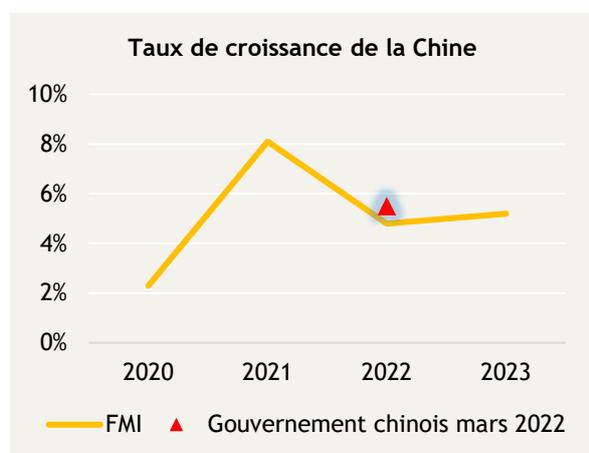
⁷¹ Au 28 mars 2022, Les Etats-Unis ont livré 509 millions de doses (sur les 1,2 milliard de doses promises) à plus de 110 pays.

⁷² AUKUS: Australia, United Kingdom et United States. Il s'agit d'un partenariat de sécurité trilatéral, créé mi-septembre 2021.

⁷³ Selon Hal Brands, « Henry A. Kissinger Distinguished Professor of Global Affairs at the Johns Hopkins School of Advanced International Studies », ces mesures peuvent une fois de plus mettre davantage en lumière les faiblesses d'un système d'un pays communiste -la sclérose politique, avec en prime le déclin démographique le cas échéant. Voir : Brands, H. (2021): « Containment Can Work Against China, Too », The WSJ.

Chine : It is the (e)ye(ar) of the Tiger

Alors que la Chine fut l'un des rares pays à avoir connu une croissance en 2020 (2,3%), son PIB a continué à progresser et s'est stabilisé à 8,1% pour l'année 2021, excédant ainsi l'objectif des 6% du Gouvernement⁷⁴. Selon le FMI, la croissance chinoise devrait être de 4,8% en 2022 et 5,2% en 2023⁷⁵. Cette forte reprise a notamment été tirée par le puissant rebond des exportations grâce à la réouverture de l'économie mondiale. La croissance s'est toutefois réduite au second semestre, sous les effets des difficultés rencontrées par le secteur de l'immobilier et de la réglementation plus contraignante qui a suivi⁷⁶, des coupures d'électricité dans de nombreuses provinces couplées avec des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement affectant notamment le secteur manufacturier⁷⁷ et la chute de la consommation liée à la politique « zéro Covid ». Cette stratégie sanitaire a par ailleurs continué à pénaliser la consommation intérieure, et de façon plus sensible encore en début d'année, pour éviter une situation explosive avec les Jeux olympiques et paralympiques d'hiver de Pékin et limiter la forte résurgence du virus au mois de mars.



Sources : FMI, Banque Mondiale et Gouvernement chinois

Face à ce ralentissement économique, les autorités chinoises ont décidé d'assouplir les politiques budgétaires et monétaires pour tenter d'enrayer la tendance. D'une part, les investissements publics dans les projets d'infrastructure, l'adoucissement des conditions d'accès aux prêts hypothécaires et des conditions de souscription à des financements de court terme pour les promoteurs, sans pour autant avoir changé les mesures prudentielles pour ces derniers, semblent porter leurs fruits et montrer des signes d'amélioration de la situation au début de l'année 2022. D'autre part, la Banque populaire de Chine (BPC) a introduit des programmes de prêts spécifiques pour les PME, réduit légèrement les réserves obligatoires pour les grandes banques, abaissé le taux préférentiel sur les prêts et diminué le taux directeur. La croissance des prêts devrait ainsi progresser, après avoir reculé en 2021. Enfin, l'Etat chinois a tout récemment exprimé le souhait de prendre de nouvelles mesures pour soutenir encore plus l'économie et pour stabiliser les marchés des capitaux. En outre, il devrait

⁷⁴ Voir : <http://www.npc.gov.cn/englishnpc/c23934/202103/fc81c328b2d4498e99441b805e43b73d.shtml>.

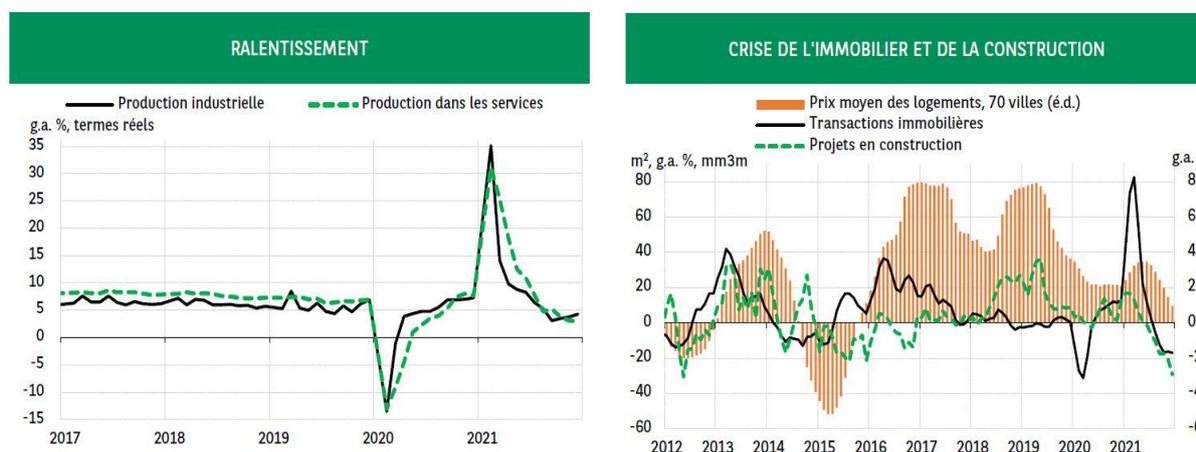
⁷⁵ Voir : IMF (2022): « People's Republic of China », Article IV. La croissance devrait être de 5,5% en 2022 selon le Gouvernement.

⁷⁶ Suite à l'épisode d'Evergrande, promoteur chinois de premier plan ultra endetté et ayant fait face à des restructurations financières en raison des défauts de paiement, les autorités chinoises ont pris des mesures réglementaires pour désendetter et assainir les entreprises du secteur pour rendre in fine la croissance chinoise plus soutenable et les logements plus abordables.

⁷⁷ Les usines (notamment la sidérurgie et l'industrie chimique) ont été pénalisées en septembre et octobre. La hausse des prix du charbon et les rationnements ayant pour but d'atteindre les objectifs de réduction de CO2 en sont les principales causes. Les autorités chinoises ont cependant adopté des mesures pour contrecarrer ces problèmes, à travers les autorisations données aux producteurs d'électricité de vendre jusqu'à 20% du tarif réglementé et aux mines de charbon d'augmenter leur production.

continuer à aider les entreprises du pays à se coter sur les marchés étrangers, aussi aux Etats-Unis grâce à des discussions fructueuses entre les organismes de réglementation chinois et américains⁷⁸.

Le marché du travail est resté globalement stable. Le taux de chômage urbain⁷⁹ s'est stabilisé à 5,1% en 2021, contre 5,6% en 2020. Au total, pas loin de 12,7 millions de nouveaux emplois urbains ont été créés cette année, soit 830.000 de plus que l'année précédente. La reprise économique associée à la politique gouvernementale de stabilisation de l'emploi (ayant impliqué des réductions d'impôts et de charges) ont permis de dégager des résultats positifs, notamment pour les catégories des diplômés universitaires et des travailleurs migrants ruraux. Avec le 14^{ème} plan quinquennal⁸⁰, le Conseil des Affaires d'Etat s'est engagé à créer 55 millions de nouveaux emplois urbains sur les 5 prochaines années (2021-2025) et à développer davantage les secteurs à haute valeur ajoutée⁸¹, condition sine qua non pour pouvoir compter sur la consommation intérieure comme relai futur de la croissance économique.



Source : BNP Paribas Economic Research (d'après le National Bureau of Statistics)

Alors que l'inflation augmente de façon inquiétante dans le reste du monde, l'indice des prix à la consommation est resté largement contenu en Chine. Sur l'ensemble de l'année, l'inflation a progressé de 0,9% en 2021, contre 2,5% en 2020, en deçà donc de l'objectif des 3% du pays⁸². Selon le Bureau national des statistiques, les mesures prises par les autorités pour freiner la pandémie et veiller au bon approvisionnement en marchandises et notamment en matières premières ont contribué à stabiliser les prix.

Les exportations et importations de marchandises ont connu une croissance rapide en 2021. Elles s'élevaient à 39.101 milliards de yuans, soit une progression de 21,4% par rapport à l'année précédente. Les exportations se sont accrues de 21,2%, tandis que la valeur des importations était en hausse de 21,5%. La balance commerciale était alors excédentaire de 4.369 milliards de yuan, contre 3.710 milliards en 2020. Malgré le discours du président chinois Xi Jinping lors de la cérémonie

⁷⁸ Voir : http://english.www.gov.cn/statecouncil/liuhe/202203/16/content_WS6231ba2bc6d02e5335327d8d.html.

⁷⁹ « Les définitions de l'urbain et du rural ont été remaniées pour le recensement de l'année 2000 (...) La forte dichotomie urbain versus rural qui régit traditionnellement la société chinoise, est accentuée par le rapide essor des villes au détriment des campagnes, ainsi que par un développement en deux temps des politiques et des réformes économiques et sociales, expérimentées systématiquement d'abord dans les villes (réglementations et expérimentations) puis dans les campagnes. » Voir : Alexandre, V. & Mercier, M-A. (2001): « Présentation des Réformes de l'Emploi et de la Protection Sociale en Chine »

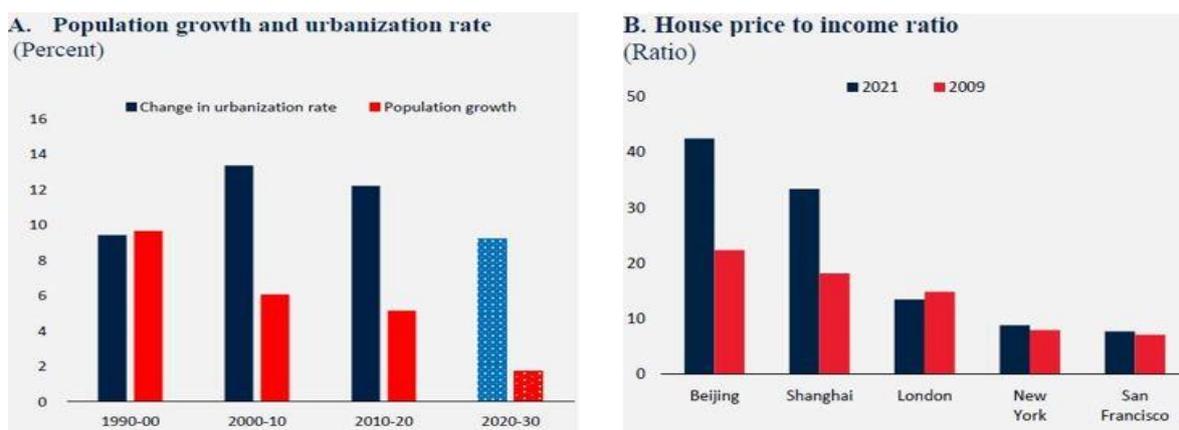
⁸⁰ Voir : Aglietta, M. Bai, G. & Macaire, C. (2021): « The 14th Five-year Plan in the New Era of China's Reform Asian Integration, Belt and Road Initiative and Safeguarding Multilateralism », CEPII et https://www.fujian.gov.cn/english/news/202108/t20210809_5665713.htm.

⁸¹ Les investissements dans la R&D ont atteint 2.790 milliards de yuans (soit 2,4% du PIB) en 2021, +14,2% par rapport à 2020. L'objectif du 14^{ème} plan quinquennal (2021-2025) est d'amener les investissements dans la R&D à hauteur de 3% du PIB.

⁸² En glissement annuel, l'inflation a augmenté de 1,5% en décembre 2021. Elément notable, après une flambée incroyable en 2019, le prix de la viande de porc -aliment de base- a continué à baisser en 2021 (37%), grâce à une meilleure production.

d'ouverture à Davos⁸³, invitant entre autres à une désescalade des tensions et à plus de coopération en vue d'éviter une nouvelle guerre froide, la Chine n'a pas respecté les accords de phase 1 signés avec l'Administration Trump. Le pays a en effet acheté 62,9% des biens que prévoyait l'accord commercial. Tenue alors pour responsable par l'Administration Biden, les sanctions tarifaires contre la Chine n'ont pas été retirées. Joe Biden souhaite aussi s'intéresser de plus près aux sujets sur lesquels l'Empire du Milieu constitue une menace stratégique, comme la surcapacité en acier et le vol de propriété intellectuelle.

Après avoir aboli la politique de l'enfant unique, qui était elle-même en application depuis 1979, au profit de la politique de deux enfants au courant de l'année 2015, les autorités chinoises ont décidé d'adopter la politique de trois enfants fin mai 2021 pour lutter plus efficacement contre le vieillissement de la population et le déséquilibre des sexes à la naissance. S'il est attendu que ce changement de loi puisse aboutir à un pic temporaire des naissances⁸⁴, il est toutefois peu probable que cette nouvelle mesure change fondamentalement le problème démographique en Chine. En effet, les dépenses importantes liées au logement et à l'éducation, l'âge avancé des parents, les habitudes ancrées d'avoir un ou aucun enfant sont et devraient rester les principaux freins à cette politique⁸⁵. Conscientes de ces problèmes, les autorités chinoises ont aussi souhaité interdire les cours de soutien scolaire privés, limiter le rôle des parents dans le suivi des devoirs à la maison et construire 6,5 millions de logement locatifs subventionnés dans 40 villes pour 13 millions de personnes dans le but de soulager l'anxiété ainsi que le budget des ménages et d'inverser in fine cette tendance⁸⁶.



Source : Banque Mondiale

Le Gouvernement chinois a pris d'importantes mesures à l'encontre des entreprises digitales bénéficiant de positions jugées monopolistiques et des firmes du numérique collectant des données en rapport avec le territoire national⁸⁷. A la différence des entreprises américaines telles que Meta (Facebook) ou Alphabet (Google) qui légitiment entre autres leur prédominance par le conflit géopolitique avec la Chine⁸⁸, les autorités locales, elles, souhaitent stimuler la concurrence et ainsi l'innovation entre les acteurs du marché⁸⁹, mais probablement aussi préserver le pouvoir face à des

⁸³ Voir : <https://www.weforum.org/agenda/2022/01/address-chinese-president-xi-jinping-2022-world-economic-forum-virtual-session/>.

⁸⁴ Ce fut le cas durant l'année qui a suivi le précédent amendement, avec 7,9% de naissances en plus. Par ailleurs, un potentiel renforcement de tendance en raison des naissances décalées avec la crise sanitaire peut aussi s'opérer.

⁸⁵ Voir : Tatum, M. (2021): « China's three-child policy », The Lancet.

⁸⁶ Voir : 14^{ème} plan quinquennal (2021-2025) et http://www.gov.cn/zhengce/2021-07/24/content_5627132.htm.

⁸⁷ The Data Security Law (DSL) et The Personal Information Protection Law (PIPL) sont entrées en vigueur à l'automne 2021.

⁸⁸ Voir : Wheeler, T. (2021): « China's new regulation of platforms: a message for American policymakers » et « The Chinese government embraces tech industry competition », Brookings.

⁸⁹ Une amende de 2,8 milliards de dollars a été distribuée à Alibaba par les régulateurs chinois pour cause de pratiques jugées monopolistiques et anti-commerciales. D'autres entreprises chinoises, leader dans leur secteur, sont aussi examinées par les régulateurs. Voir : U.S.-China Economic and Security Review Commission (2021): « Highlights of This Month's Edition » - May.

plateformes internet devenues trop puissantes et leurs patrons récalcitrants. En outre, et en réponse au CLOUD Act⁹⁰, elles exigent dorénavant que les données, considérées comme pouvant porter atteinte à la sécurité nationale et à l'intérêt public, générées à la fois à l'intérieur et à l'extérieur du pays, soient stockées en Chine et qu'elles ne soient plus systématiquement transférées à l'étranger. Les droits des consommateurs chinois se voient quant à eux aussi renforcés. Ces derniers peuvent en effet dorénavant demander à modifier, supprimer, ou encore restreindre l'utilisation de leurs données.

La Chine progresse rapidement avec le développement de sa monnaie digitale centralisée, appelée le e-yuan ou le e-CNY. Testée dans plusieurs villes chinoises depuis 2019, elle devrait être lancée au courant de l'année 2022 et être principalement utilisée pour les paiements de détail⁹¹. Celle-ci devrait assumer le rôle des cryptomonnaies, bannies du pays depuis automne 2021, fournir un mode de paiement peu coûteux plus accessible et inclusif -car il n'est pas utile d'avoir un compte bancaire pour en bénéficier- et aboutir à une meilleure traçabilité des opérations financières illicites. Elle devrait aussi améliorer dans un second temps le système des paiements transfrontaliers et aider à l'internationalisation du yuan.

Encadré 6 : Les ambitions spatiales de la Chine

« Explorer le vaste cosmos, développer l'industrie spatiale et faire de la Chine une puissance spatiale est notre rêve éternel. » (Xi Jinping⁹²)

Alors que Mao Zedong se plaignait jadis que la Chine ne soit pas capable d'envoyer ne serait-ce qu'une pomme de terre dans l'espace, force est de constater que le pays a fait un énorme bond en avant. Assez d'ailleurs pour inquiéter les Etats-Unis⁹³ et les relancer sérieusement dans la course spatiale⁹⁴. Au-delà des opérations militaires non comptabilisées, la Chine a réalisé 400 tentatives de lancement, dont 207 missions de lancement réussies, entre 2016 et décembre 2021⁹⁵.

La Chine est dorénavant le deuxième pays, après les Etats-Unis, à avoir fait atterrir un rover sur la planète Mars depuis mai 2021, après être devenue la troisième nation, après les Etats-Unis et l'URSS, à avoir réussi un alunissage en 2013. L'Empire du Milieu devrait aussi disposer de sa propre station spatiale, qui comptera 3 modules principaux et pourra héberger 3 taïkonautes pour des missions de 3 à 6 mois ou 6 taïkonautes pour des missions plus courtes d'ici 2024 ou 2025.

Pour les cinq prochaines années, la Chine devrait continuer à investir massivement dans le domaine spatial. Plusieurs objectifs ont été divulgués : le perfectionnement de ses lanceurs, l'amélioration des moteurs, systèmes de propulsion et transports spatiaux, l'intégration de nouvelles technologies ... Enfin, la Chine souhaite effectuer des expériences scientifiques dans sa nouvelle station spatiale et continuer à explorer l'univers, notamment la Lune et Mars, en multipliant aussi les vols spatiaux habités.

⁹⁰ La loi américaine Clarifying Lawful Overseas Use of Data Act (CLOUD Act), signée en mars 2018 par Donald Trump, confère le droit aux autorités d'obliger les entreprises soumises à la juridiction américaine à partager les données quel que soit l'endroit où elles sont stockées. Cependant, les autorités chinoises feront dorénavant une évaluation des données avant qu'elles puissent être envoyées à l'étranger, sous peine de lourdes amendes et révocation de licences commerciales.

⁹¹ Voir : People's Bank of China (2021): « Working Group on E-CNY Research and Development » et Sénat (2021): « La France peut-elle contribuer au réveil européen dans un XXIe siècle chinois ? », Rapport d'information 846 et Deutsche Bank (2021): « Digital yuan: what is it and how does it work? ».

⁹² Voir : China National Space Administration (2022): « China's Space Program: A 2021 Perspective », White Paper.

⁹³ Voir : U.S. Department of Defense (2020): « Defense Space Strategy Summary » - June 2020.

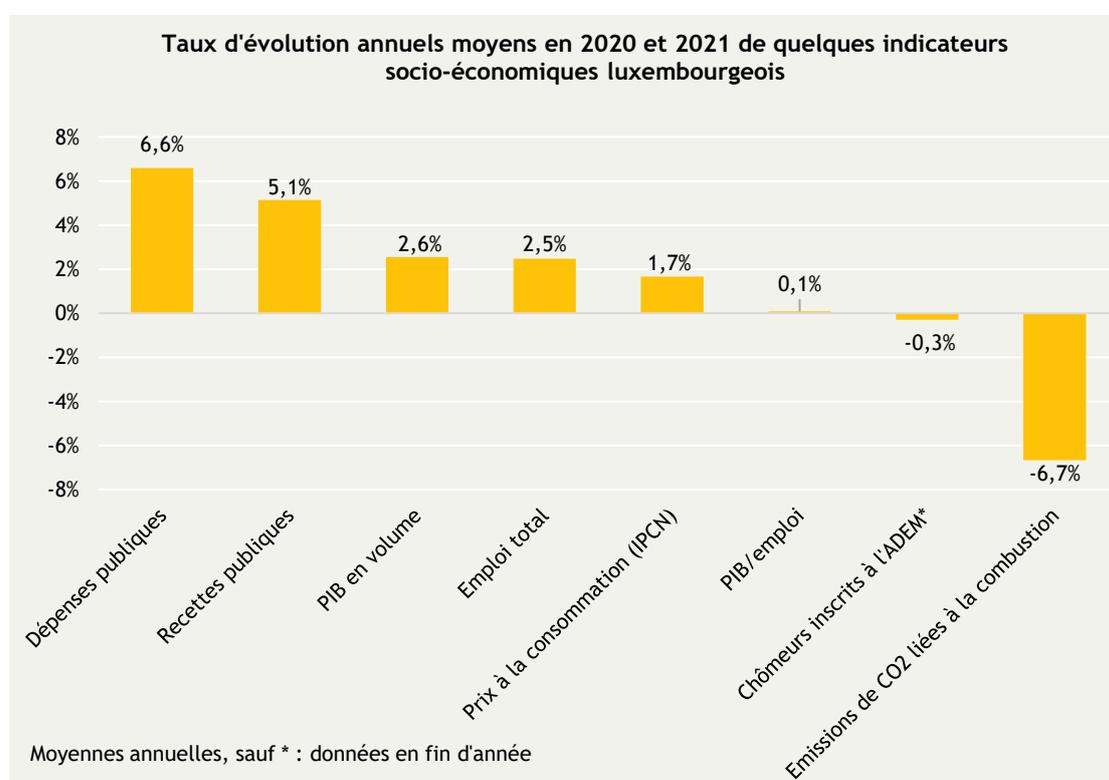
⁹⁴ Voir : The White House (2021): « United States Space Priorities Framework » - December 2021.

⁹⁵ Parmi ces missions spatiales, figurent notamment l'exploration de la face cachée de la lune (première mondiale) en janvier 2019 à l'aide du robot Lapin de Jade 2, le lancement d'une fusée spatiale depuis la mer (Longue Marche 11) en juin 2019, le lancement d'un vaisseau spatial réutilisable (Longue Marche 2F) en septembre 2020, la collecte de 1,7 kilogramme de roches lunaires à l'aide d'une capsule (Chang'e 5) en décembre 2020 et l'atterrissage du rover Zhurong (Tianwen-1) sur la planète Mars en mai 2021.

LUXEMBOURG

2020-2021 : Le Lux(e) de dépasser la crise Covid

Bien que la pandémie ait été marquée par des épisodes de restrictions aigües et qu'elle ait pénalisé certaines activités (économiques mais aussi humaines) pendant de longs mois, une lecture rapide des grands indicateurs économiques, deux ans après, donne le sentiment que l'économie luxembourgeoise ne porte déjà plus guère les stigmates de cette période exceptionnelle où les circonstances ont pourtant conduit le gouvernement à déclencher une récession pour sauver des vies. De nombreux facteurs ont pu jouer (interventionnisme « quoi qu'il en coûte » sur le plan socio-économique, bonne gestion sanitaire, spécialisations économiques favorables, chance, etc.) et il est difficile de pondérer leurs effets respectifs sur la modération de la sévérité de la récession. Pourtant, il est aujourd'hui permis d'affirmer que le taux de croissance annuel moyen du PIB sur les années 2020-2021 a été semblable à la moyenne annuelle des 10 précédentes années⁹⁶, rendant sur ce plan l'impact de la crise quasiment invisible.



Source : STATEC

Activité économique

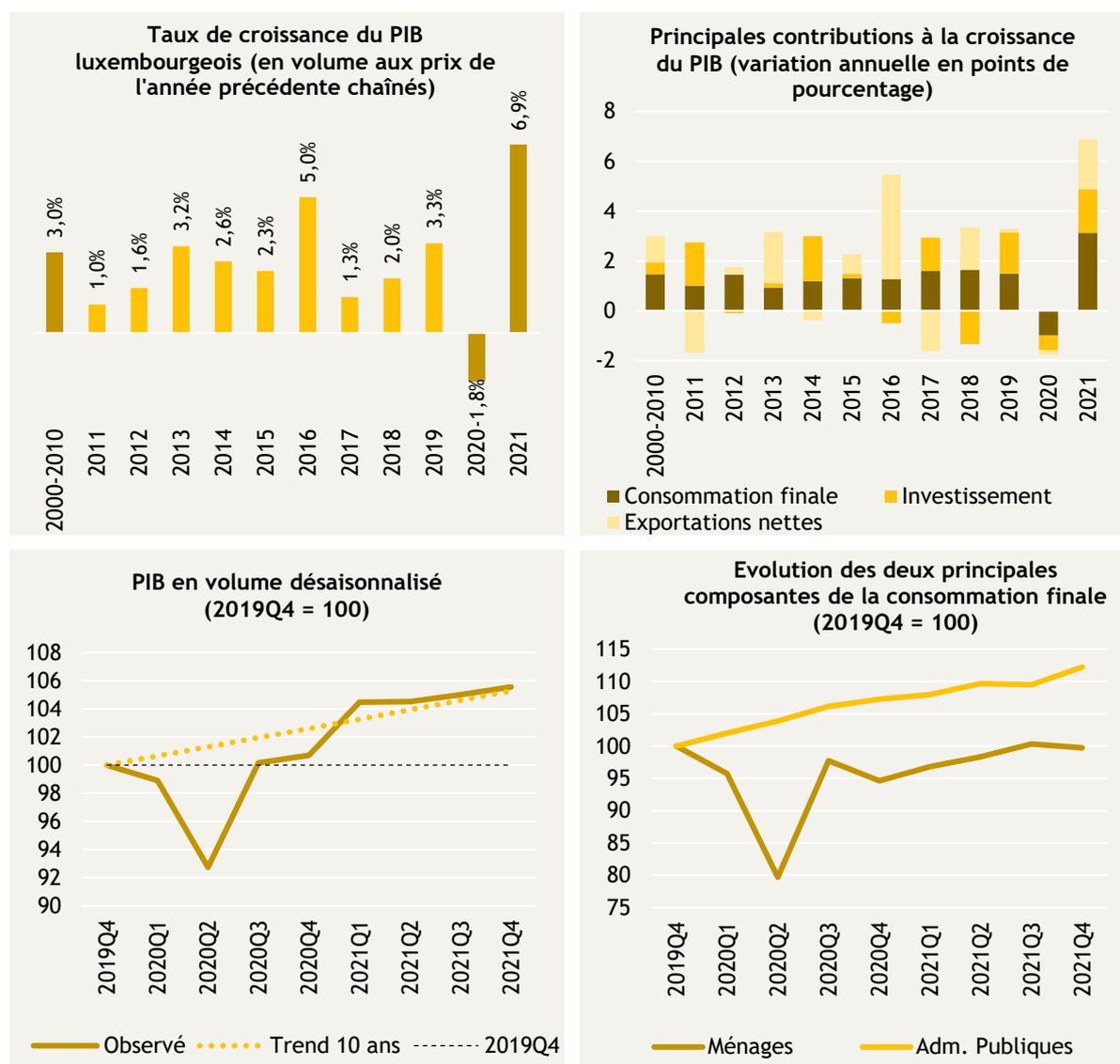
2021 : la reprise en « V majuscule »

La récession liée à la pandémie de Covid-19 fut de très courte durée au Luxembourg. Si le pays accusait une baisse de son PIB « limitée » à 1,8% en 2020, la croissance enregistrée en 2021 (+6,9% selon une première estimation) a largement dépassé le simple « rebond technique » auquel il était possible de s'attendre et a permis d'effectuer un rattrapage rapide vers la tendance d'avant 2020. Après deux trimestres de récession déclenchée par la pandémie, la reprise économique du 3^{ème}

⁹⁶ Le taux de croissance annuel moyen du PIB entre 2009 et 2019 a été de 2,6% et s'élève également à 2,6% pour les années 2020 et 2021 en moyenne d'après les premières estimations des comptes nationaux publiées par le STATEC en mars 2022.

trimestre 2020 avait déjà permis au pays de renouer avec son niveau de PIB « d'avant Covid » (voir graphiques ci-dessous).

En 2021, les principales composantes du PIB ont contribué positivement à la croissance. La consommation finale est nettement repartie à la hausse (+6,4%). En dépit des incertitudes et des restrictions sanitaires qui ont encore rythmé l'année 2021, les dépenses des ménages sont reparties à la hausse (+7,4%) après une chute brutale en 2020 (-7,2%)⁹⁷. Pendant la pandémie, les dépenses de consommation des administrations publiques ont également joué un rôle non négligeable de stabilisateur. Avec une progression annuelle moyenne de 5,8% en 2021-2022, elles représentent 36% des dépenses de consommation finale. L'investissement a quant à lui bondi de 9,7% en 2021 et le solde extérieur de 6,1% (malgré une croissance des importations légèrement supérieure à celle des exportations : +10,4% contre +9,7%).



Sources : STATEC, Eurostat et calculs IDEA

⁹⁷ Néanmoins, avec un total de 4,6 milliards d'euros, les dépenses de consommation des ménages sont « simplement » revenues à leur niveau de 2019, suggérant, compte tenu des hausses des revenus (croissance de l'emploi, indexation, hausse de certains transferts sociaux, etc.), que leur taux d'épargne en 2021 soit resté supérieur à son niveau d'avant Covid.

Une phase de conjoncture haute (qui était) partie pour durer encore quelque temps

La plupart des indicateurs conjoncturels⁹⁸ ont dessiné, tout au long de l'année 2021, une économie luxembourgeoise dans une phase conjoncturelle haute. Malgré les soubresauts de l'épidémie de Covid-19 qui ont obligé le gouvernement à prendre de nombreuses mesures restrictives (Covid-check, tests obligatoires, incitations à la vaccination, couvre feux, fermetures des restaurants, adaptation de l'organisation scolaire, etc. Voir encadré 7), 2021 aura marqué un tournant durant lequel la problématique des tensions au niveau de l'offre ont pris le dessus sur les effets des restrictions à la demande. Divers indicateurs comme les difficultés de recrutement⁹⁹, les tensions sur les prix et les approvisionnements¹⁰⁰, ou encore les prix du logement, l'illustrent bien. Les politiques de soutien (massif) à l'économie et aux ménages initiées aux premiers jours de la pandémie et la coordination européenne qui a suivi ont vraisemblablement permis de maintenir un niveau de confiance élevé des agents économiques et d'empêcher la survenue d'une vague de faillites¹⁰¹ et de chômage. Le cycle financier, soutenu par les politiques monétaires accommodantes, a fait le reste¹⁰².

Les dernières prévisions en date pour 2022 et 2023, antérieures à l'invasion de l'Ukraine, se situaient toujours dans cette dynamique (très) positive de rattrapage post Covid pour le Luxembourg. Le STATEC¹⁰³ prévoyait ainsi une croissance de 3,5% pour 2022 quand la Commission Européenne tablait dans son « Winter Forecast » de février sur 3,9%. Pour 2023, les deux institutions divergent avec une anticipation de 4% pour le STATEC et de 2,9% pour la Commission. Cet écart s'explique notamment par l'hypothèse faite par l'institut luxembourgeois d'une consommation qui tirerait fortement l'activité en 2022 et en 2023 et de la poursuite de la phase cyclique élevée qui amènerait l'écart de production (refermé dès 2021) à un maximum de +2% en 2023. Le degré d'incertitude découlant de la situation géopolitique et de ses conséquences pousse naturellement à envisager ces scénarios avec un recul certain.

Dans ses prévisions à moyen terme, le STATEC n'injurie pas l'avenir. Il entrevoit la fin du cycle d'expansion entamé en 2013/2014 à l'horizon 2026, avec d'ici là 70.000 créations d'emploi, un taux de chômage autour de 5%, 30.000 actifs résidents supplémentaires, ainsi que deux barres symboliques dépassées : celle des 700.000 habitants et des 250.000 frontaliers.

⁹⁸ Voir IDEA, Tableau de bord économique et social, Janvier 2022.

⁹⁹ Au 4^{ème} trimestre 2021, 26% des entreprises des services non-financiers estimaient que le manque de main d'œuvre était un facteur majeur limitant leur activité contre 13% au 1^{er} trimestre. Ce taux est passé de 33% en janvier 2021 à 64% en décembre dans la construction, et de 18% à 24% dans l'industrie.

¹⁰⁰ En 2021, 18% des entreprises industrielles luxembourgeoises estimaient que le manque de matériaux et/ou d'équipements limitait leur activité, contre 5% en 2020.

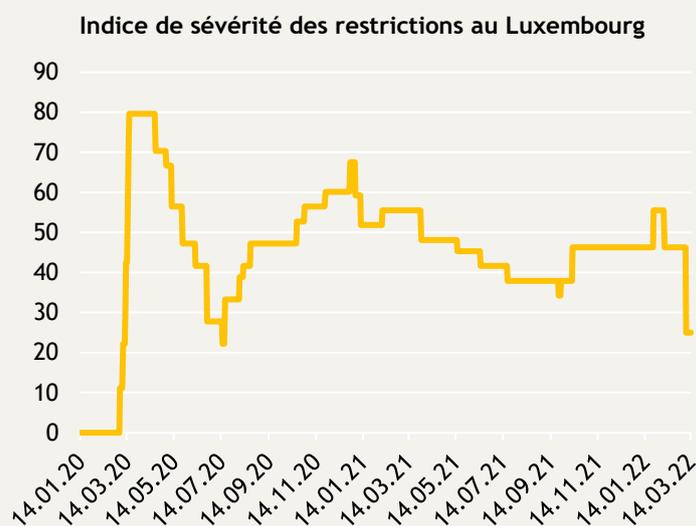
¹⁰¹ Environ 1.200 faillites ont été enregistrées en 2020 et en 2022, soit un nombre inférieur de 1,5% à la moyenne observée sur les années 2018-2019.

¹⁰² Fin 2021, le total des actifs sous gestion des fonds au Luxembourg (5.859 milliards d'euros) marquait une hausse de 18% par rapport à la fin 2020.

¹⁰³ Voir : STATEC, Projections macroéconomiques à moyen terme 2022-2026, mars 2022.

Encadré 7 : la pandémie a continué en 2021

La situation économique tendrait à faire oublier que l'année 2021 est restée très compliquée sur le plan sanitaire. Bien que marquée par une baisse progressive de l'indice de sévérité des restrictions, notamment permise par une montée en puissance de la vaccination, l'année fut marquée par trois résurgences épidémiques importantes¹⁰⁴ et le bilan sanitaire fait tout de même état de plus de 400 décès (contre 509 en 2020) et de 58.300 personnes testées positives¹⁰⁵.



Source : Oxford COVID-19 Government Response Tracker

Les TIC et le secteur non-marchand en première ligne

Derrière cette résilience économique se cachent de grands écarts sectoriels. Si l'ensemble des principales branches de l'économie luxembourgeoise ont été marquées par une hausse de la valeur ajoutée brute (VAB) en 2021, le bilan global des deux années de pandémie dessine un creusement significatif de l'écart entre secteurs.

En « haut de l'affiche », deux grands domaines d'activité ont clairement été en première ligne dans cette période : celui des technologies de l'information et de la communication (TIC), ainsi qu'un groupe comprenant l'administration publique et la santé (les secteurs principalement non-marchand, en somme, avec également l'enseignement). Les TIC ont connu une véritable accélération de leur activité en 2020-2021. Ces dernières, qui pesaient 6% du total de la VAB en 2019, ont représenté l'équivalent de 21% de la hausse de la VAB sur deux ans. L'administration publique et la santé ont également connu une croissance significativement supérieure à la moyenne (autour de 6% par an, contre +3% par an sur l'ensemble des branches). Bien qu'impacté au début de la pandémie, le secteur logistique a connu un fort rebond de la VAB en 2021, si bien qu'il tire également très bien son épingle du jeu pendant la pandémie (+5,3% en moyenne sur deux ans), au même titre, dans une moindre mesure toutefois que le secteur de l'enseignement (+4,3% par an en moyenne).

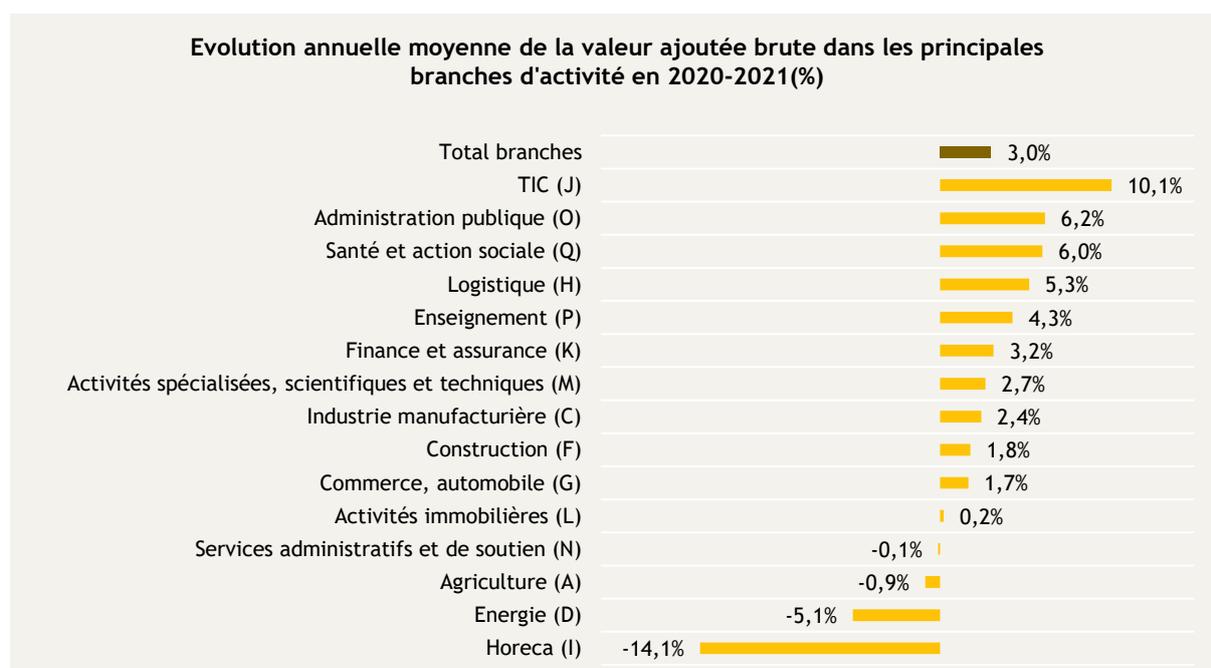
Les activités financières et l'assurance, qui pèsent 26% de la VAB luxembourgeoise ont connu une croissance annuelle en ligne avec la moyenne de l'économie du pays (+3,2%) et n'avaient pas été marquées par un recul de l'activité en 2020. L'industrie, la construction et le commerce ont pour

¹⁰⁴ Avec des vagues de contamination importantes de janvier à fin avril 2021, puis de juin à août et le début de la vague « Omicron » fin octobre.

¹⁰⁵ Données <https://covid19.public.lu/fr/graph.html>.

leur part été au cœur de la « courbe en V » avec de forts reculs de leur VAB en 2020 (respectivement -4%, -6% et -7%) et un rebond en 2021 (respectivement +9%, +10% et +11%), leur permettant d'afficher une croissance positive sur les deux années. En revanche, le niveau de croissance annuel moyen de l'industrie et de la construction sur les années 2020-2021 ne leur a pas permis à ce stade de rattraper la tendance observée au cours des dernières années.

Le bilan de ces deux années de pandémie est également marqué par des « perdants » qui n'avaient pas retrouvé en 2021 leur niveau d'avant Covid. Le principal secteur concerné est l'Horeca, qui a perdu près du tiers de sa VAB en 2020, pour ne connaître qu'un rebond de 9% en 2021.



Sources : STATEC, comptes nationaux au 17 mars 2022 et calculs IDEA

4 milliards d'euros d'épargne supplémentaire

Avec les restrictions de consommation imposées par le contexte sanitaire, plus de 4 milliards d'euros supplémentaires ont été épargnés au total depuis le début de la pandémie d'après le STATEC¹⁰⁶. Le taux d'épargne des ménages est en effet passé de 15% en 2019 à 25% en 2020¹⁰⁷ et il est permis de penser que cette sur-épargne concerne davantage les ménages les plus aisés¹⁰⁸. Les effets du contexte géopolitique sur la confiance des consommateurs ainsi que sur l'inflation qui pourraient impacter la structure de consommation, en particulier des ménages modestes, seront à surveiller dans les prochains mois.

L'inflation énergétique, d'abord...

Le taux d'inflation annuel en 2021 s'élevait à 2,5%, le plus haut niveau atteint depuis 2012, mais des niveaux sensiblement plus élevés pourraient bien être atteints en 2022. Dans ses dernières projections macroéconomiques à moyen terme 2022-2026, le STATEC estimait l'inflation annuelle à 4,4% pour 2022 (contre 2,6% dans ses projections effectuées dans le cadre du PSC 2021-2025 publiées en avril 2021). Cet indicateur est cependant très évolutif dans le contexte actuel, caractérisé par

¹⁰⁶ Voir : STATEC, Note de Conjoncture 2-2021, décembre 2021.

¹⁰⁷ Pour 2021, le STATEC tablait sur un taux d'épargne de 20% dans sa note de conjoncture 2-2021.

¹⁰⁸ Les 20% de la population ayant les revenus les plus bas (le premier quintile de revenu ou Q1) ont un taux d'épargne négatif (-5,2% en 2015 selon Eurostat) alors que les 20% ayant les revenus les plus élevés (le cinquième quintile de revenu ou Q5) ont un taux d'épargne s'élevant à 44,7% en 2015.

une crise géopolitique à fort enjeu énergétique, des risques non-négligeables de blocages liés à des sursauts épidémiques, des transmissions des pressions à la hausse dans les segments alimentaires, etc. La dynamique de prix à première vue transitoire est en train de se cristalliser, avec à la clef une montée prévisible de l'inflation dite sous-jacente. Cette dernière, restée contenue en 2021 avec une progression moyenne de 1,5%, a rebondi en février 2022 à 6,6%.

Encadré 8 : Eteindre la flambée pour les entreprises et les ménages...

Les entreprises, coincées entre une flambée du prix de leurs inputs énergétiques et la hausse des coûts salariaux consécutive au (net) rapprochement des tranches indiciaires¹⁰⁹ ainsi qu'à la pénurie de talents, pourraient de surcroît faire face à de nouveaux bouleversements dans les chaînes d'approvisionnement et voir l'accès à certains marchés restreint. Compte tenu de l'impact très hétérogène de ces difficultés sur le tissu entrepreneurial, y compris au sein même des différents secteurs d'activité¹¹⁰, il semble raisonnable de penser que des mesures ciblées sur les établissements les plus vulnérables devront être mises en place. Pour limiter la hausse des coûts, il sera possible de s'appuyer sur les marges offertes par la Commission Européenne dans le sillage du plan REPowerEU¹¹¹, mais aussi d'envisager des ajustements du mécanisme d'indexation en concertation avec les partenaires sociaux¹¹². Un éventail de dispositifs relativement large devrait être rapidement mis sur pied dans un plan de soutien spécifique aux entreprises, qui pourrait notamment contenir des subventions ou crédits d'impôts spéciaux pour couvrir une partie du surcoût énergétique, des reports d'impôts et de charges, des prêts exceptionnels pour les investissements dans la transition énergétique, des conseils énergétiques ou des règles du chômage partiel adaptées.

Les ménages, quant à eux, sont touchés par l'inflation de manière inégale. Ainsi, selon le STATEC les carburants et le mazout, postes largement incompressibles, représentent 3,7% du revenu disponible des personnes appartenant au premier quintile de revenus (en clair, les 20% ayant les plus bas revenus) mais seulement 1,6% pour le 5^{ème} quintile (c'est-à-dire les 20% présentant les revenus les plus élevés)¹¹³. Dans ce contexte, le mécanisme d'indexation des rémunérations tend à mieux protéger contre la flambée des prix énergétiques les ménages favorisés.

Il importe dès lors de prévoir des aides ciblant les ménages les moins nantis (en compensant au passage l'incidence possible sur ces ménages d'un ajustement du mécanisme d'indexation), en jouant conjointement sur des outils tels que l'allocation de vie chère (qui intègre les inactifs mais exclut les frontaliers) et le crédit d'impôt pour salariés, indépendants et pensionnés (qui concerne aussi les frontaliers mais exclut les inactifs non pensionnés).

¹⁰⁹ Une indexation a eu lieu en octobre 2021 et le STATEC prévoit 2 déclenchements de l'index en 2022, un premier au printemps et un second pour la fin de l'année. Un délai de 12 mois entre les prochaines tranches d'indexation semble néanmoins ressortir des discussions du Comité de coordination tripartite.

¹¹⁰ Dans l'industrie manufacturière par exemple, la sensibilité de la structure des coûts aux variations énergétiques varie fortement d'une branche à l'autre, mais peut aussi varier dans un même domaine selon les choix technologiques faits par les entreprises, les procédés privilégiés, la qualité des produits, les matériaux utilisés dans les processus de transformation, les stratégies d'achats énergétiques, de couverture du risque liés, etc.

¹¹¹ Le plan propose entre autres, une « panoplie d'instruments sur les prix de l'énergie » ainsi qu'un nouvel encadrement temporaire de crise des règles relatives aux Aides d'Etat.

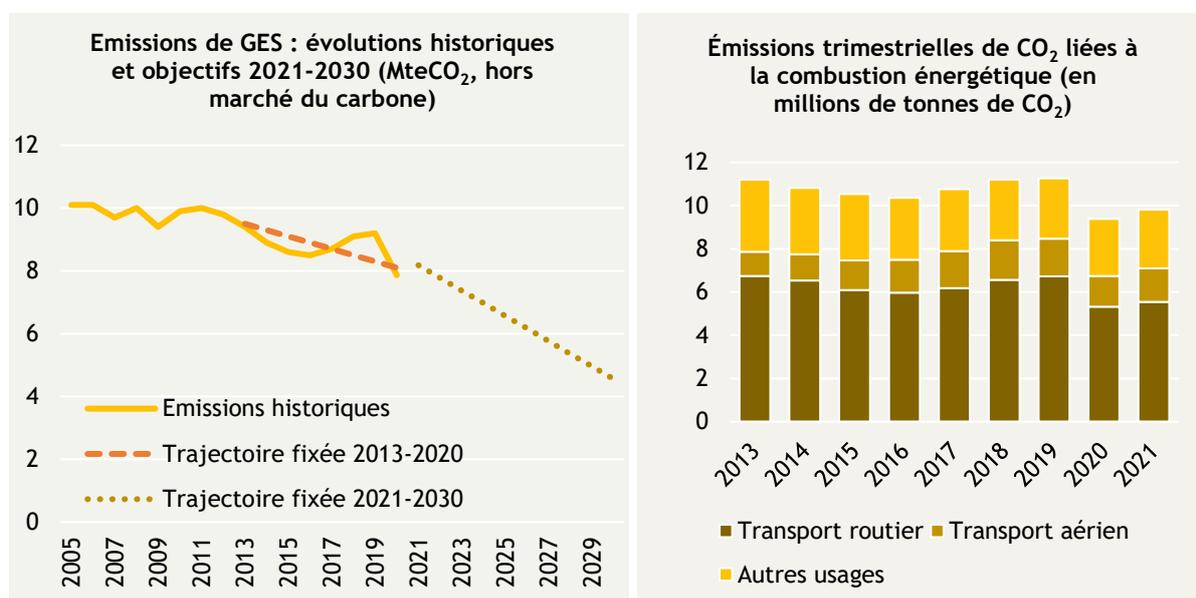
¹¹² Plusieurs options ont été versées au débat allant d'une sortie des produits pétroliers du calcul de l'index au plafonnement de l'indexation à partir d'un certain niveau de revenu. Elles pourraient être compensées par des mesures sociales et fiscales à destination des ménages les plus vulnérables au choc énergétique. Les premières discussions du Comité de coordination tripartite semblent déboucher sur le report de la possible 2^{ème} tranche d'indexation ainsi que des mesures sociales ciblées.

¹¹³ Voir « Les dépenses de carburant ponctionnent davantage le budget des plus démunis », STATEC, Regards n° 16, 08/2019, <https://statistiques.public.lu/catalogue-publications/regards/2019/PDF-16-2019.pdf>. Les proportions correspondantes atteignent respectivement 3,5, 2,9 et 2,6% pour les quintiles 2 à 4.

CO₂, objectif 2020 : atteint. Objectif 2030 : ambitieux !

La cible visée pour 2020 en matière d'émissions de gaz à effet de serre (une baisse des émissions de 20% par rapport au niveau de 2005¹¹⁴) a été atteinte, notamment « grâce » à la pandémie de Covid-19 qui a imposé une réduction importante des activités humaines cette année-là¹¹⁵, mettant fin à une tendance à la hausse au cours des trois années précédentes. Alors que la trajectoire à respecter sur la période allant de 2013 à 2020 prévoyait un total cumulé de 70,4 millions de tonnes équivalent CO₂ (MteCO₂, hors marché du carbone), ces dernières se sont finalement élevées à 70,3 MteCO₂. Si l'on exclut les émissions des installations intégrées dans le marché du carbone¹¹⁶, seul le secteur des transports a vu ses rejets de GES reculer au Luxembourg (-15%) entre 2005 et 2019. Elles ont progressé de 14% dans l'industrie, la production énergétique et la construction, de 10% dans l'agriculture et la sylviculture, de 7% dans le secteur des déchets et de 0,5% dans le secteur résidentiel et tertiaire. Le pays est désormais entré dans une nouvelle phase où il ambitionne d'opérer une baisse de 55% des émissions de gaz à effet de serre en 2030 par rapport aux niveaux de 2005¹¹⁷, ce qui représente une accélération sensible de la tendance. En effet, entre 2005 et 2019, les émissions ont baissé en moyenne de 0,7% par an et le plan climat national ambitionne un recul moyen des émissions de plus de 6% chaque année entre 2019 et 2030.

Les premières données disponibles pour 2021 (émissions de CO₂ liées à la combustion énergétiques, qui représentent un bon « proxy » du bilan carbone du pays) montrent une reprise de 4,6% des émissions par rapport à 2020. Bien qu'en hausse à la faveur du rebond économique, ces émissions restent inférieures de 13% à leur niveau de 2019, en particulier dans le transport routier (-18%), laissant entrevoir un possible effet (à confirmer) à la fois de la pratique du télétravail et de la taxe CO₂.



Sources : ministère de l'Environnement, STATEC

¹¹⁴ Ces données excluent les émissions liées au marché européen du carbone qui entrent dans des objectifs de réduction transnationaux, ainsi que le bilan carbone résultant des activités liées à l'utilisation des terres, au changement d'affectation des terres et à la foresterie.

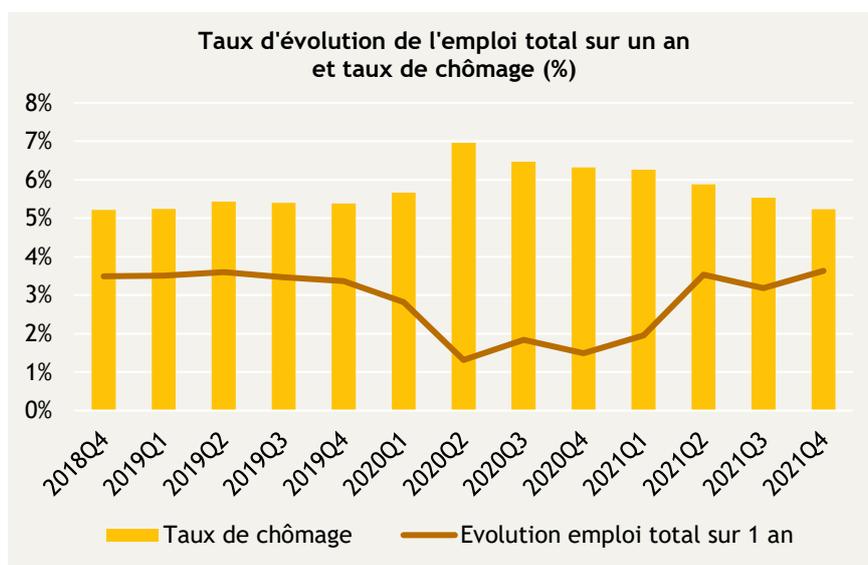
¹¹⁵ Sur l'année 2020, les émissions (hors marché du carbone) ont baissé de 14% dans le pays, principalement en raison d'un repli marqué dans le secteur des transports (-21%).

¹¹⁶ Système européen d'échange de quotas d'émission concernant les principales installations énergétiques et industrielles émettrices en Europe.

¹¹⁷ Le Plan National Energie Climat (PNEC) fixe également deux objectifs corollaires en matière de transition énergétique pour 2030 : l'atteinte d'une part de 25% d'énergies renouvelables dans la consommation finale brute d'énergie ainsi que des gains d'efficacité énergétique et 40 à 44%, ce qui revient à une baisse de la consommation d'énergie finale de 25% par rapport au niveau de 2005.

Marché du travail

L'activité a témoigné d'une remarquable résistance du Luxembourg à la crise sanitaire au cours de la période de deux années 2020-2021. Le marché du travail luxembourgeois a lui aussi affiché des résultats satisfaisants compte tenu du contexte, en retrouvant une dynamique semblable à celle observée avant la survenue de la pandémie, seul un trimestre (à savoir le 2^{ème} trimestre de 2020, avec déjà un rebond sensible lors du trimestre suivant) ayant accusé une diminution de l'emploi total (de 0,6%). Au cours de l'année 2021, l'emploi total a nettement rebondi, avec un taux de croissance annuel de 3,6% au quatrième trimestre et de 2,5% sur l'ensemble de l'année. Derrière cette évolution se cache même un record du nombre absolu d'emplois créés, avec 16.661 salariés supplémentaires¹¹⁸, soit une hausse jamais atteinte au Grand-Duché. Cette situation s'est en outre accompagnée d'une forte progression du nombre d'emplois vacants, un problème lancinant de l'économie luxembourgeoise.



Source : STATEC

Evolution positive de l'emploi en 2021

Le niveau de l'emploi total (intégrant les indépendants) se situait, au dernier trimestre de 2021, 5,2% au-delà de son étiage de la fin 2019 - soit le trimestre précédant la crise sanitaire. Ce résultat est sans équivalent au sein de l'Union européenne, Irlande mise à part¹¹⁹. Parmi les trois pays limitrophes, la Belgique et la France affichent également un niveau d'emploi en hausse par rapport au niveau d'avant récession, mais à raison de 2% seulement en l'espace de deux années. L'Allemagne et l'ensemble de la zone euro ont quant à elles vu leur emploi total stagner au cours de cette période. Si au cours des deux années précitées le Luxembourg avait connu la même progression de l'emploi que la zone euro, il aurait compté 22 000 postes de moins à la fin de 2021, soit l'équivalent de l'emploi de l'horeca, de l'enseignement ou de la branche « Information et communication ».

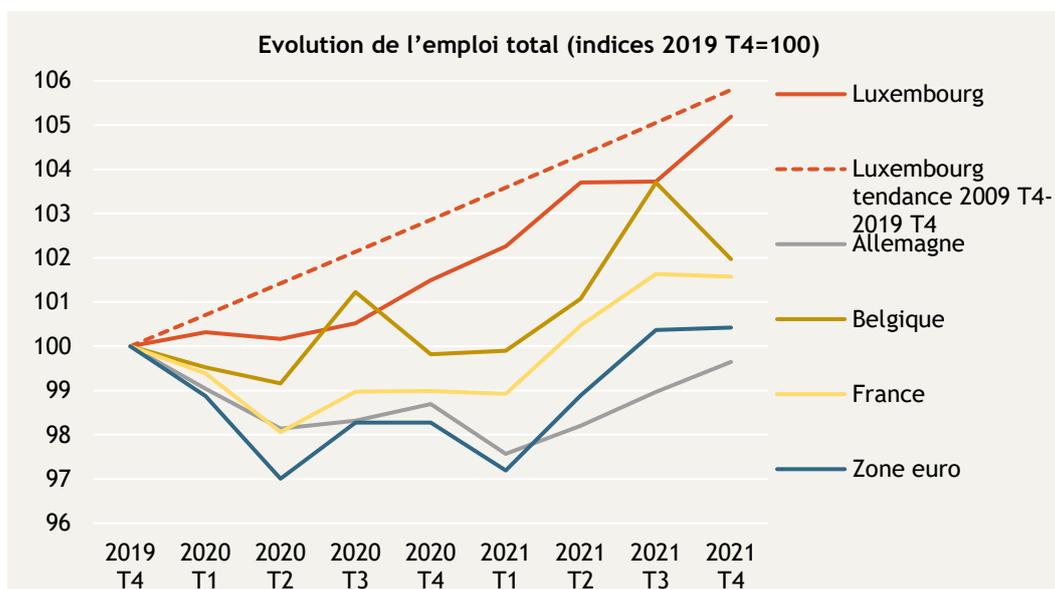
Si la hausse de l'emploi au Luxembourg avait suivi sa dynamique d'avant 2020, sa progression sur la période de deux années 2020-2021 aurait été plus élevée encore, soit +5,8% au lieu des +5,2% observés. En d'autres termes, le « déficit » par rapport à une évolution « au fil de l'eau » de l'emploi total est d'un peu moins de 3 000 emplois¹²⁰. Comme l'illustre le graphique suivant, cet écart par

¹¹⁸ La variation a été calculée de décembre 2020 à décembre 2021 et ne concerne que l'emploi salarié.

¹¹⁹ Avec +5,4% en Irlande en deux années.

¹²⁰ Cette donnée a été obtenue en calculant le taux de croissance trimestriel moyen sur 10 ans, qui a été appliqué trimestriellement à partir du premier trimestre 2020.

rapport à la tendance tend cependant à s'amenuiser au fil du temps. Ainsi, ce « gap » s'établissait encore à quelque 7 500 emplois au 3^{ème} trimestre de 2020 et à 6 000 postes un an plus tard, au 3^{ème} trimestre de 2021. Avec un certain effet de décalage par rapport au PIB tout en affichant une vélocité certaine, l'emploi tend par conséquent à se rapprocher de sa tendance d'avant crise.

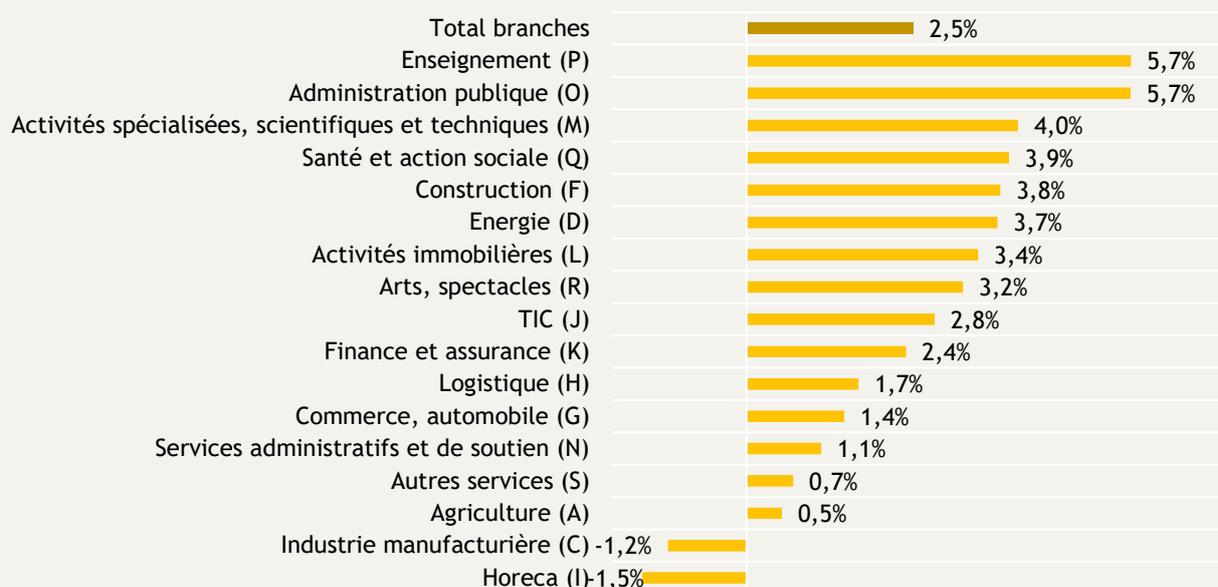


Sources : Eurostat et calculs IDEA.

Néanmoins, cette dynamique d'ensemble est extrêmement contrastée. Si les grands secteurs ont dans leur globalité connu une progression moyenne de l'emploi de 2,5% sur la période 2020-2021, d'importants écarts sont apparus d'une branche à l'autre. Ainsi, les branches non marchandes ont conjointement enregistré une croissance moyenne soutenue sur deux années, de près de 4% dans la branche « santé et action sociale » et de quelque 5,7% dans l'enseignement et l'administration publique. Si le secteur marchand reste prédominant dans l'économie luxembourgeoise, le non marchand représentait dans le sillage de cette forte progression 22% de l'emploi total fin 2021, contre 20,6% en 2019. Cette montée en puissance a été de pair avec les évolutions déjà constatées en termes de valeur ajoutée des branches.

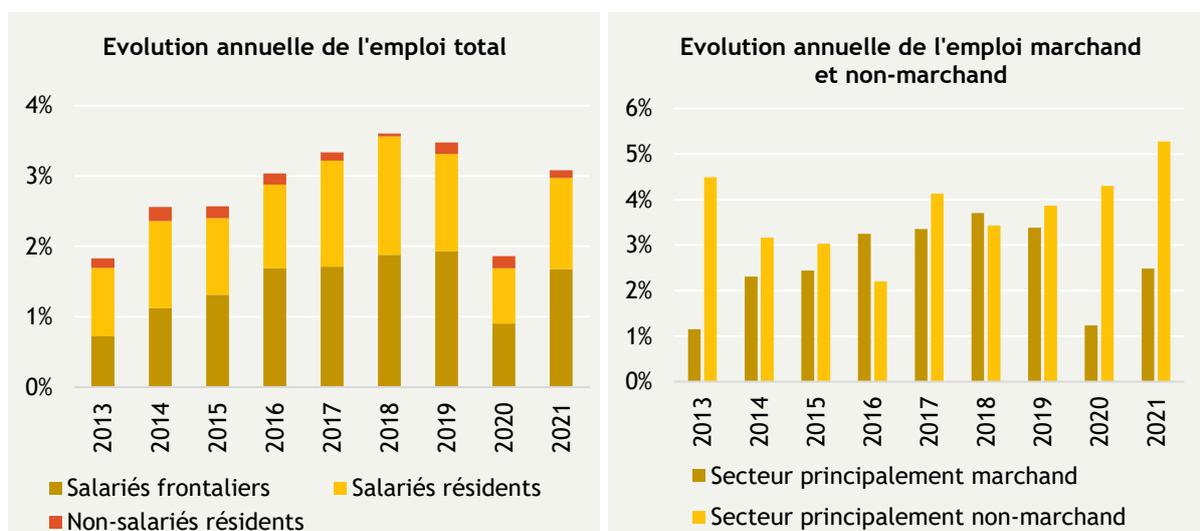
Les activités spécialisées, scientifiques et techniques, la construction et l'énergie ont également connu une forte poussée de leurs effectifs respectifs en 2020 et 2021, avec une hausse moyenne proche de 4% l'an, tandis que les activités financières et d'assurance - soit la branche phare de l'économie grand-ducale en termes de valeur ajoutée - ont enregistré une poussée plus modérée mais néanmoins appréciable de leur emploi (+2,4% en moyenne). La progression de l'emploi a été nettement plus modérée dans les services administratifs et de soutien et dans le commerce (de l'ordre de 1% dans les deux cas), tandis que l'Horeca et l'industrie ont subi une contraction de leurs effectifs.

Evolution annuelle moyenne de l'emploi total dans les principales branches d'activité en 2020-2021(%)



Sources : Eurostat et calculs IDEA

La création nette record d'emplois en 2021 a en majorité bénéficié à des non-résidents, à raison de 54% (soit peu ou prou à la moyenne observée de 2015 à 2019) contre 49% en 2020.



Sources : STATEC, eurostat et calculs IDEA

La manière de travailler a elle aussi fondamentalement changé depuis le début de la pandémie. Si le télétravail n'était qu'assez peu pratiqué avant mars 2020 (20% de télétravailleurs en 2019), 41% ont encore été comptabilisés au 2^{ème} trimestre 2021 contre 52% au plus fort des restrictions sanitaires (soit lors du 2^{ème} trimestre de 2020, durant le premier confinement) - à comparer à une moyenne de 21% pour l'ensemble de l'Union européenne en 2020. Le Luxembourg est même le pays européen présentant le pourcentage d'emplois « télétravaillables » le plus important, du fait de la structure de son économie avec une prépondérance des services et notamment les services financiers, mais aussi de la proportion de cols blancs au sein des différents secteurs sans compter la forte intensité

des emplois en technologies de l'information et de la communication¹²¹. Ces facteurs expliquent en partie la bonne résistance du pays à la crise Covid.

Chômage

En miroir du dynamisme de l'emploi¹²², le chômage est en baisse et a atteint, avec 4,9% en février 2022. Il faut remonter à 2009 pour retrouver un niveau équivalent. Cette situation s'est cependant accompagnée d'une forte progression du nombre d'emplois vacants, qui a atteint un niveau record de 11.027 postes fin février 2022. Ces éléments indiquent une inadéquation entre offre et demande de travail, avec des secteurs comme les nouvelles technologies ou encore les services financiers qui peinent à recruter et des personnes au chômage qui ne disposent pas des compétences requises et attendues dans ces domaines.

Malgré ces signes de la forte reprise du marché du travail, le recours au chômage partiel, qui a de manière décisive aidé à assurer la résilience de l'emploi et du pouvoir d'achat au plus fort de la crise sanitaire, reste élevé, du moins sur le papier. 12.119 équivalents temps pleins étaient en effet toujours concernés par les demandes validées par le comité de conjoncture en février 2022, principalement dans l'horeca et l'industrie et suite au renforcement des mesures sanitaires à partir de la fin décembre 2021.

Deux remarques s'imposent cependant. D'une part, au cours de la pandémie les demandes introduites n'ont débouché sur du chômage partiel effectif qu'à raison de la moitié des effectifs, approximativement. D'autre part, les demandes de chômage partiel précitées (en janvier) n'ont concerné que 3% des effectifs salariés, soit davantage qu'en « temps normal » mais nettement moins qu'au début de 2020 et 2021. En outre, ces demandes devraient subir l'impact du relâchement des mesures sanitaires à partir de février 2022. Un facteur d'incertitude tel que la flambée des prix énergétiques, pourrait néanmoins, en raison de ses effets « systémiques » sur la rentabilité de certains secteurs, induire une « remise sur le métier du chômage partiel, en dehors du cadre pandémique cette fois.

¹²¹ Voir à ce propos le rapport « Travail et cohésion sociale » 2021, <https://statistiques.public.lu/catalogue-publications/analyses/2021/PDF-Analyses-05-2021.pdf>.

¹²² Le taux d'emploi des résidents de 20 à 64 ans est d'ailleurs passé de 72,9% au dernier trimestre de 2019 à 74,8% au 3^{ème} trimestre de 2021 selon Eurostat, de sorte que le recul du chômage ne peut nullement être imputé à un quelconque phénomène de « travailleurs découragés ».

Encadré 9 : Profil des chômeurs : hausse sensible du chômage de longue durée

Un zoom sur le profil des chômeurs actuellement inscrits à l'ADEM permet d'illustrer les mutations observées depuis la survenue du Covid.

	Février 2020		Février 2022		Variation
	Nombre	En %	Nombre	En %	En %
Hommes	8415	51%	7706	50%	0%
Femmes	8237	49%	7634	50%	0%
< 30 ans	3378	20%	2918	19%	-1%
30 - 44 ans	6298	38%	5791	38%	0%
45 ans et plus	6976	42%	6631	43%	1%
Secondaire inférieur	7901	47%	6927	45%	-2%
Secondaire supérieur	4942	30%	4821	31%	2%
Supérieur	3809	23%	3592	23%	1%
Durée d'inscription 0-4 mois	3776	23%	3371	22%	-1%
4-6 mois	3306	20%	2424	16%	-4%
7-11 mois	2387	14%	1998	13%	-1%
12 mois et plus	7183	43%	7547	49%	6%
TOTAL	16652		15340		

Un premier résultat frappant est la diminution du nombre de demandeurs d'emplois inscrits à l'Adem, passé de 16 652 à 15 340, soit une diminution de 8% en deux années et même de quelque 24% par rapport au « sommet COVID » enregistré à la fin avril 2020, lorsque le chiffre correspondant s'établissait à 20 253 personnes.

Si ce nombre global a favorablement évolué, sa composition est moins réconfortante. Ainsi, en l'espace de deux années, la proportion des demandeurs dits « de longue durée », c'est-à-dire les personnes ayant ce statut depuis un an ou plus, s'est nettement accrue en s'établissant à près de la moitié (49%) du total, contre 43% avant l'irruption au Luxembourg de la pandémie. Une augmentation similaire apparaît également en termes de durée d'inactivité. L'enlèvement dans le chômage semble donc s'être davantage affirmé en dépit de la dégrèvement d'ensemble de ce dernier, ce qui montre la matérialité des craintes d'hystérèse du chômage qui avaient été formulées dès l'amorce de la crise. Un « effet de composition » pernicieux s'est également manifesté à l'encontre des chômeurs âgés de 45 ans et plus, mais avec une ampleur largement moindre et seulement en termes de proportions, le nombre absolu des personnes concernées reculant au contraire légèrement. Enfin, aucune mutation d'envergure ne s'est manifestée au cours de la crise sanitaire en ce qui concerne le genre ou le niveau d'études.

Au vu des chiffres actuels du chômage et du stock de postes vacants très élevé, la problématique ne porte plus tant sur la dynamique des créations d'emploi que sur l'adéquation entre l'offre et la demande de travail. La crise sanitaire semble s'être accompagnée d'évolutions susceptibles de peser sur cette adéquation au cours des années à venir. Ainsi, comme l'indique le graphique suivant, le Luxembourg est parmi les 27 pays de l'Union européenne l'un de ceux où le pourcentage de départs prématurés de l'enseignement a le plus augmenté de 2019 à 2020.

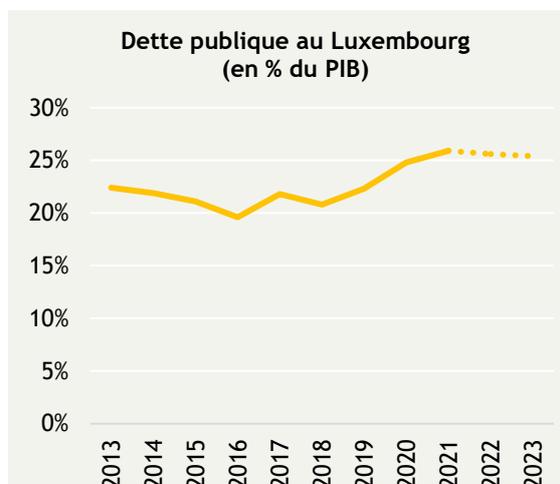
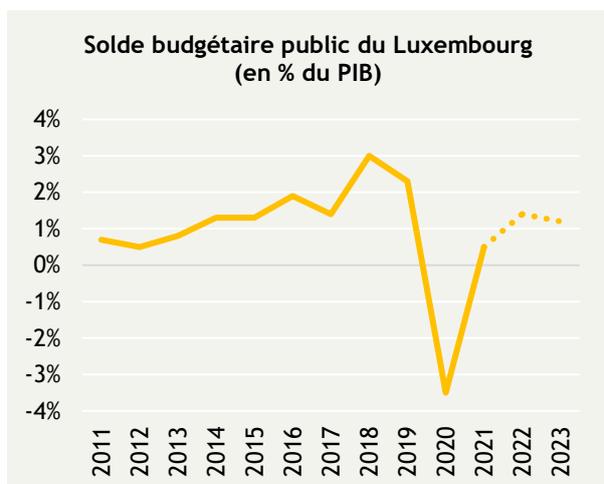
Départs prématurés de l'éducation, en % des personnes de 18 à 24 ans (en %)



Source : "Proposal for a joint employment report from the Commission and the Council", Nov. 2021, p.64

Finances publiques

La « résilience » de l'économie luxembourgeoise, qui est manifeste à l'aune du PIB et, de plus en plus, de l'emploi, s'est également concrétisée dans le domaine des finances publiques. Bien que légèrement en hausse par rapport à l'année précédente (25,9% du PIB en 2021 contre 24,8% en 2020), la dette publique nationale est bien éloignée des niveaux de ses voisins européens (71,4% du PIB en Allemagne en 2021, 112,7% en Belgique et 114,6% pour la France¹²³), alors que par ailleurs le Luxembourg se caractérise par des actifs financiers élevés, au titre notamment du Fonds de compensation commun au régime général de pension et à la faveur d'un substantiel portefeuille de participations. Selon les comptes financiers publiés par la BCL, les actifs financiers des administrations publiques se seraient élevés au 3^{ème} trimestre de 2021 à quelque 90% du PIB Grand-Ducal.

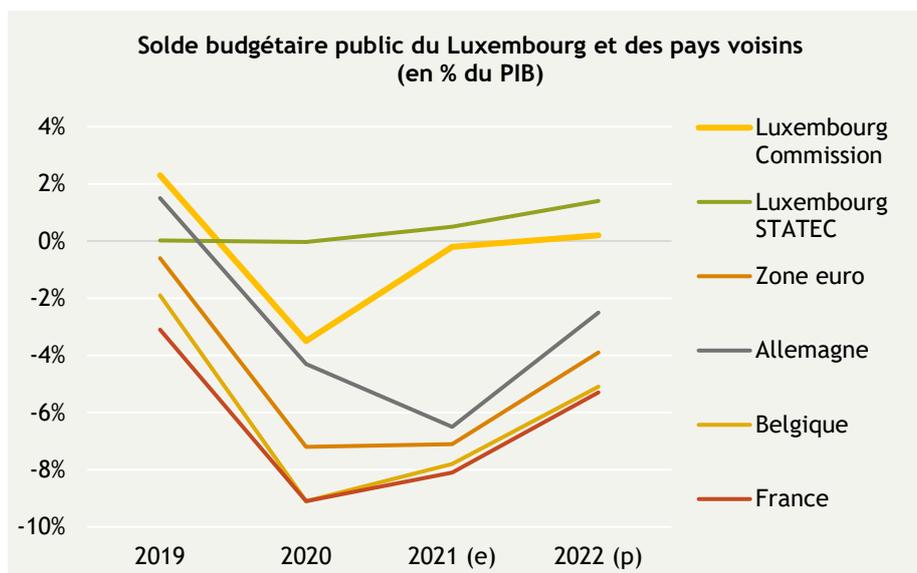


Sources : STATEC, Commission européenne

¹²³ Estimations de la Commission européenne dans ses prévisions d'automne 2021.

L'année 2021 a en outre, selon les plus récentes données, été synonyme de retour à l'équilibre voire au surplus pour les finances publiques luxembourgeoises. Dans ses plus récentes projections macroéconomiques¹²⁴, le STATEC estime en effet le solde public à 0,5% du PIB, contre -0,2% selon les estimations de la Commission européenne. Si les dépenses devraient enregistrer une hausse de 1,7% sur l'année, les recettes, elles, sont envisagées à +11,2%. En 2022 et toujours selon le STATEC (scénario dit « central »), les administrations publiques devraient à nouveau afficher un surplus, de plus de 1% du PIB. Ces estimations n'intègrent néanmoins pas encore les possibles effets liés à la crise géopolitique et énergétique actuelle.

Si l'excédent est toujours inférieur à son niveau de 2019 (soit 2,3% du PIB), un tel rétablissement des finances publiques peut sembler remarquable à l'aune des évolutions observées depuis lors dans l'ensemble de la zone euro et chez les trois pays limitrophes (voir le graphique suivant), d'autant que le Luxembourg se caractérisait par un niveau de départ « pré-crise » déjà enviable par rapport à ces pays. La situation vis-à-vis de l'Allemagne est particulièrement emblématique, avec une situation quasiment similaire dans les deux pays en 2019 et en 2020, mais un rétablissement autrement plus manifeste au Grand-Duché qu'outre-Moselle en 2021. Il s'agit là, en quelque sorte, de la transposition aux finances publiques de la manifeste résistance du PIB luxembourgeois, tant dans l'absolu que par rapport aux nations avoisinantes.



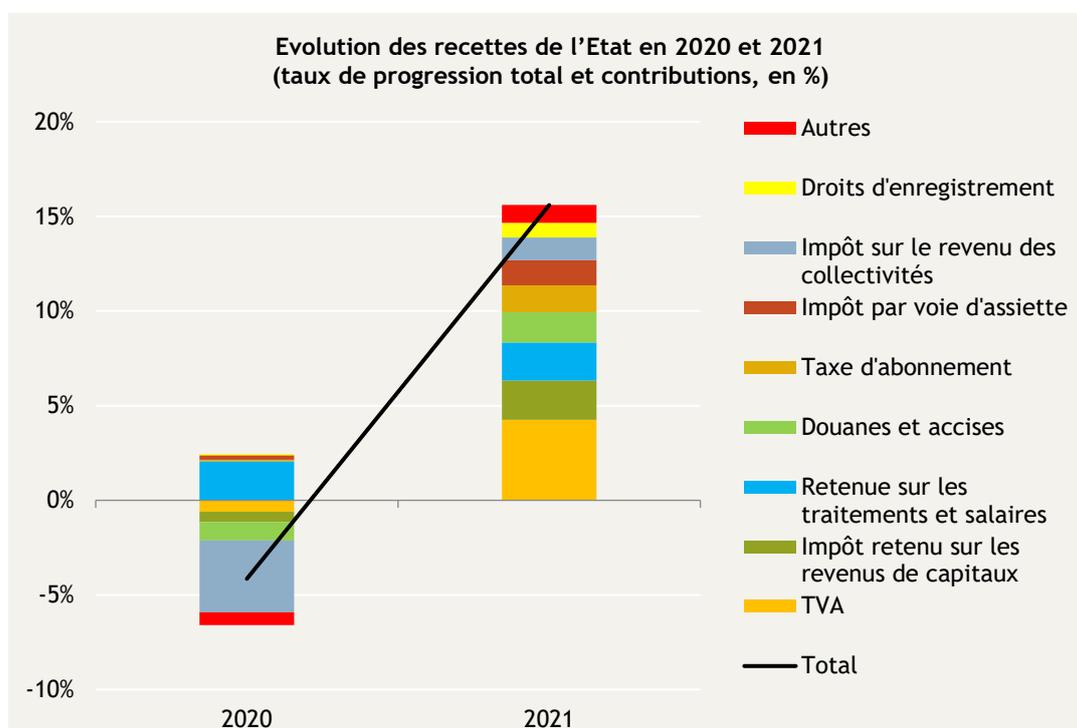
Sources : STATEC et Commission européenne. Pour 2022 : prévisions de la Commission européenne, sauf mention contraire.

Le rétablissement des finances publiques luxembourgeoises en 2021 s'explique essentiellement par une fulgurante croissance des recettes, fiscales en particulier. Comme l'illustre le graphique suivant, qui se cantonne à l'Etat central¹²⁵, les recettes totales de cette entité ont progressé de quelque 15,6% en 2021, alors qu'elles avaient accusé une contraction de plus de 4% l'année précédente. La TVA a constitué le principal moteur de cette expansion observée en 2021, sous l'effet du sensible rebond de la consommation et des investissements privés par rapport au « creux » de 2020. L'impôt retenu sur les revenus de capitaux a également largement alimenté le regain de recettes, de même que la retenue sur les traitements et salaires - cette dernière recette tendant traditionnellement à augmenter bien plus rapidement que la base imposable correspondante (à savoir essentiellement les

¹²⁴ Voir « Projections macroéconomiques à moyen terme 2023-2026 », STATEC, <https://statistiques.public.lu/catalogue-publications/analyses/2022/PDF-Analyses-01-2022.pdf>.

¹²⁵ Comptabilité dite budgétaire « luxembourgeoise », les autres données de cette partie se référant à la comptabilité standardisée européenne dite « SEC 2010 ».

salaires), en raison du jeu de la progressivité fiscale et de l'incidence de la non-indexation des barèmes fiscaux. La taxe d'abonnement a quant à elle été dopée par la reprise des marchés d'actions, qui avaient nettement accusé le coup dans la foulée immédiate du « Grand Confinement » engagé en mars 2020.



Sources : Ministère des Finances et calculs IDEA.

Du côté des dépenses, la forte intervention de l'Etat pour éviter des désastres économiques, tant du côté des entreprises que de celui des ménages explique en grande partie la hausse de plus de 12% sur l'année 2020. En 2021, cette hausse reste contenue car les dispositifs de soutien ont été moins importants cette année.

Au total, ce sont près de 2,4 milliards d'aides financières et 540 millions d'euros de reports de paiement qui ont été accordés sur la période. Les aides aux ménages représentent les dépenses les plus importantes en raison du poids des mesures prises pour maintenir l'employabilité et l'emploi. Du côté des entreprises, ce sont les fonds de relance les indemnités d'urgence qui ont le plus pesé dans les mesures qui leur ont été accordées.

Bien que très importantes, ces dépenses restent largement en dessous des niveaux initialement prévus par le gouvernement¹²⁶ et ont très probablement permis d'éviter le pire lors du plus fort de la crise sanitaire.

¹²⁶ Voir à ce sujet : DAHMANI N. et RUBEN M.E., Soutenir autant que nécessaire, c'est combien !, Inventaire avant sortie de crise, IDEA, 2021

Montants des aides et reports de paiement au 31 décembre 2021 (en millions d'euros)

	2020	2021	Total
Mesures discrétionnaires	1769,5	615,8	2385,3
Aides aux ménages	1433	252	1299
Mesures pour maintenir l'employabilité et l'emploi	1009	188	811 ¹²⁷
Indemnités pécuniaires de maladie	145	15	160
Congés extraordinaires	238	46	284
Aides sociales	41	3	44
Aides aux entreprises	336,5	363,8	700,3
Avances remboursables	152	25	177
Fonds de relance et indemnités d'urgence	157	220,2	377,2
Aides pour stimuler les investissements	6,5 ¹²⁸	117,6	124,1 ¹²⁹
Aides sectorielles	21	1	22
Reports de paiement	532	8	540
Total (mesures discrétionnaires + reports de paiements)	2301,5	623,8	2925,3

Sources : Ministère de l'Économie et Ministère des Finances.

Si au total la situation des finances publiques luxembourgeoises paraît des plus favorables sur base d'une « photo » à la fin de 2021 ou des projections pour 2022 et 2023, tant en termes d'encours (dette et actifs financiers) que de soldes, il importe d'attirer l'attention sur la nécessité d'une évaluation continue de la soutenabilité à terme de ces dernières compte tenu, notamment, du coût potentiel du vieillissement et de la transition énergétique et climatique. La publication imminente du bilan technique du régime général de pension par l'IGSS permettra déjà de clarifier cette problématique de la soutenabilité à terme.

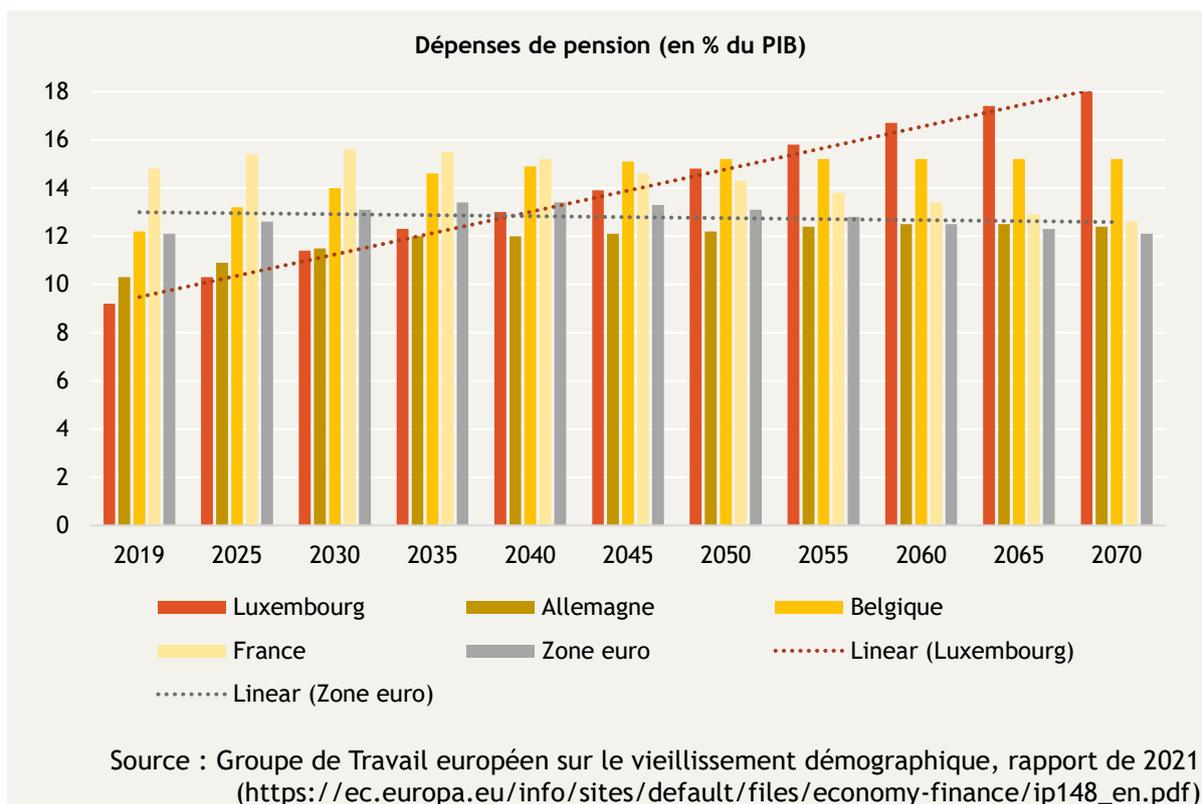
Encadré 10 : Pensions : « ce n'est pas pire »

Le problème du financement futur des pensions est fréquemment évoqué tant au Grand-Duché que dans les publications des institutions internationales. Le Groupe de Travail européen sur le vieillissement démographique est particulièrement emblématique à cet égard. Il publie tous les trois ans un rapport sur les conséquences financières de ce processus dans les différents pays de l'Union européenne. Or selon le plus récent rapport de ce Groupe de Travail, datant de 2021, le Luxembourg serait confronté dans les décennies à venir à des dépenses de pension (intégrant le régime général mais également les régimes spéciaux) littéralement en lévitation. Elles passeraient en effet de 9% du PIB actuellement au double (soit 18%) en 2070, en passant par 14% du PIB dès 2045. Cette montée en puissance serait la plus spectaculaire au sein de l'Union européenne et elle contrasterait avec la stabilité observée au niveau de la zone euro.

¹²⁷ L'écart s'explique par les remboursements déjà effectués par les entreprises mais qu'il n'est pas possible de répartir sur 2020 ou 2021.

¹²⁸ Montant au 11 novembre 2020.

¹²⁹ Montant au 27 janvier 2022.



De telles projections sont certes sujettes à nombre d'incertitudes, sur un long horizon de temps et dans un monde pour le moins mouvant. Même l'exercice de projection démographique est loin d'être une science exacte dans un pays comme le Grand-Duché où l'immigration nette, particulièrement difficile à anticiper, constitue de loin le principal moteur de l'évolution de la population.

Une analyse plus « micro-économique », ne dépendant quant à elle nullement des aléas de la prévision à long terme, met en exergue (le présent s'impose, car le mode de calcul des pensions n'a pas été révisé depuis 2018) un taux de rendement des pensions en termes de pensions futures élevé, de l'ordre de 7% par an pour une carrière complète, ce taux ne diminuant que modestement même pour des revenus élevés¹³⁰.

Un tel taux signifie qu'à législation inchangée, les dépenses de pension risquent de dériver par rapport au PIB si la croissance de ce dernier n'excède pas... 5% l'an (afin de contrebalancer 7% de rendement nominal et une inflation de l'ordre de 2%). Or une telle croissance semble hors de portée, tant à l'aune du taux de croissance moyen enregistré de 1995 à 2019, soit environ 3%, qu'en termes de « goulets d'étranglement » futurs (la mobilité, le logement, les infrastructures publiques en général, etc.). Une croissance aussi « survitaminée » signifierait d'ailleurs que le PIB du Grand-Duché serait multiplié par quatre d'ici 2050...

Compte tenu de ces constats, une possible réforme d'ensemble du régime de pension, visant à le rendre compatible avec une croissance du PIB plus « réaliste », de l'ordre de 3% l'an, devrait être envisagée. Cette réforme « idéale » intégrerait :

¹³⁰ Source : Calculs IDEA (voir l'Idée du mois n° 19, https://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/sites/2/2017/11/IDM_pension_19_aufORMAT.pdf).

- Une révision graduelle et (nettement) à la baisse des pensions les plus élevées (via la diminution de la composante proportionnelle aux revenus cotisables), avec cependant le maintien des pensions moins élevées (via un relèvement progressif mais sensible de la composante forfaitaire).
- A rebours de la législation existante, une sorte de « sanctuaire » en faveur des « petites pensions » en ce qui concerne l'ajustement des pensions aux salaires réels et l'allocation de fin d'année (avec pour ces deux éléments un écrémage de plus en plus marqué à mesure que la pension augmente).
- L'instauration d'un coefficient de longévité frappant les tranches de pension se situant au-delà de la pension minimum.

Ces propositions présentées en 2018¹³¹ restent largement d'actualité. D'une part, aucune réforme d'envergure des pensions n'a été présentée depuis 2018. D'autre part, le taux de croissance économique tendanciel de 3% ayant servi de base à la préparation de ces propositions paraît toujours réaliste, en dépit de la crise sanitaire. Pour rappel, le Luxembourg a enregistré en deux années (2020 et 2021) une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 2,5% selon les comptes nationaux officiels, malgré un contexte exceptionnellement difficile. En outre, avant la crise ukrainienne, il était prévu que le Grand-Duché puisse bénéficier en 2022 d'une croissance de 3,5% si on en croit les projections à moyen terme du STATEC. Rien qui soit a priori de nature à remettre en cause l'hypothèse des « 3% au fil de l'eau ».

En conclusion, le régime des pensions ne semble guère porter les stigmates de la COVID - un résultat très appréciable, qui ne relevait certainement pas de l'évidence lorsque le virus a déboulé dans nos vies au printemps 2020. Mais les (considérables) défis auxquels il faisait face avant la crise sanitaire sont toujours aussi tangibles...

¹³¹ Voir : Fondation IDEA asbl, Idée du mois n° 21, Pensions : que faire ?
https://www.fondation-idea.lu/wp-content/uploads/sites/2/2018/10/IDM_pension.pdf.

L'État gère. Le retour.

Les années 2020 et 2021 auront été sous le signe de la crise sanitaire et du « socialisme pandémique » qui a consisté, avec un certain succès, à mobiliser les dépenses publiques afin de sauver autant que possible/soutenir autant que nécessaire (entreprises et ménages) et de maintenir l'économie luxembourgeoise au voisinage du plein-emploi. Avec le choc de l'invasion de l'Ukraine par la Russie en février 2022, les fonctions assurantielles, régulatrices et stabilisatrices de l'État par temps de crise (et de guerre) devraient, au moins à court terme, rester activées. Étant de nature à affecter négativement l'activité au Luxembourg via le canal des prix et des coûts - notamment énergétiques et salariaux - (qui pourraient grever le pouvoir d'achat des ménages et la rentabilité des entreprises), celui du commerce extérieur (e.g. dislocation au niveau des approvisionnements), celui de la confiance (avec pour conséquences possibles des reports de projets d'investissements et la (re)constitution d'une épargne de précaution) et celui des marchés financiers, ce conflit appelle des mesures de soutien à la rentabilité des entreprises et au pouvoir d'achat des ménages avec - de nouveau - la nécessité de faire primer des principes (solvabiliser les entreprises, aider les ménages, préserver le tissu productif, éviter l'affaissement de la croissance potentielle, etc.) sur certaines règles rigides¹³².

Mais en plus de devoir (se tenir prêt à) réagir à toute détérioration du contexte économique qui serait causée par la situation d'urgence née du choc géopolitique - dont l'impact sur le Grand-Duché est encore entouré d'incertitudes -, l'État doit également s'attaquer urgemment à certains défis - partiellement exacerbés par le contexte de guerre au voisinage de l'UE - notamment dans les domaines de la fiscalité, du logement et de l'organisation du marché du travail¹³³.

Défi n° 1 : Réformer la fiscalité par temps de crises : quadrature du cercle au carré

Si la nécessité d'une (nouvelle) réforme fiscale au Luxembourg semble faire l'unanimité, la question de son momentum reste toutefois en suspens depuis que la crise sanitaire qui a nécessité un doigté budgétaire de tout instant dans un épais brouillard économique a percuté les velléités de modifications fiscales. Et alors qu'il commençait à être - relativement - permis de tirer sur le plan budgétaire et fiscal quelques premières conclusions définitives, l'agression militaire de la Russie contre l'Ukraine a ravivé le brouillard désormais épaissi par de l'instabilité.

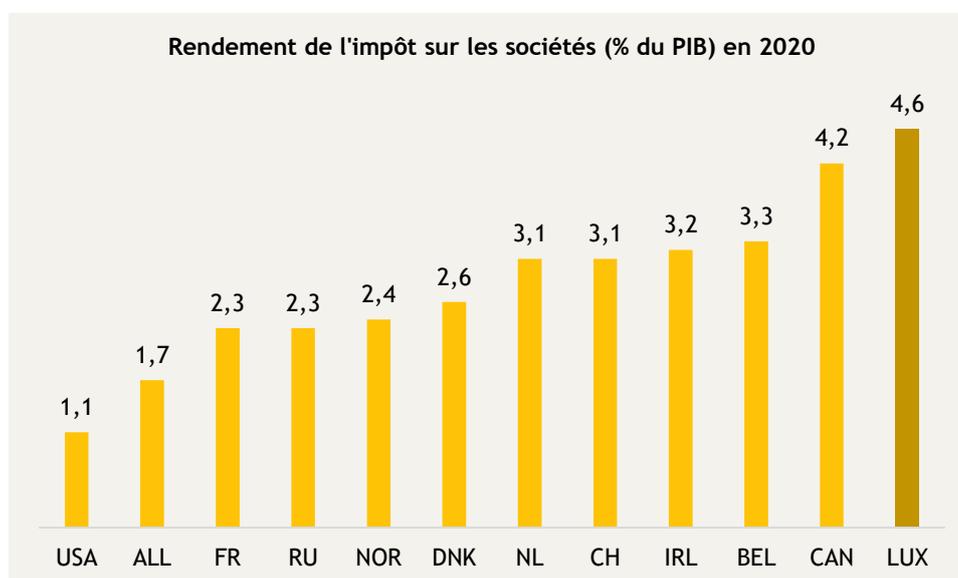
Cela rend particulièrement difficile tout consensus sur les accents prioritaires et sur les modalités pratiques d'une éventuelle réforme fiscale d'envergure. Car dans le contexte actuel d'eaux géo-économiques troubles et de crainte croissante d'un retour de la stagflation, vouloir concilier les principales attentes en termes de fiscalité exprimées au Luxembourg - « dé-cédulariser » l'imposition sur le revenu, verdir la fiscalité, soutenir les investissements des entreprises dans les domaines de l'innovation, de la formation, du digital et de la transformation énergétique, aplatiser le *Mëttestandsbockel*, individualiser l'imposition du revenu, inciter à l'apport de fonds propres aux entreprises par les ménages, faciliter les cessions/reprises d'entreprises familiales, lutter contre les inégalités, etc. - s'apparente à tenter de carrer un cercle !

Il y a néanmoins unanimité sur le fait que le Grand-Duché connaît deux urgences fiscales.

¹³²Le paquet de mesures visant à limiter les impacts de la pression inflationniste sur les ménages et les entreprises proposé par le gouvernement le 24 mars 2022, s'inscrit, au même titre que les 75 millions d'euros de l'Energiedesch du 28 février, la reconduction de la clause dérogatoire générale du Pacte de stabilité et le plan européen REPowerEU qui vise à atténuer l'incidence de la hausse des prix de l'énergie sur le pouvoir d'achat des ménages et les coûts des entreprises, dans cette veine.

¹³³Ces trois domaines n'épuisent pas le sujet ni ne constituent une liste exhaustive qui devrait nécessairement comporter les questions de transition énergétique, d'innovation, de création et de transmission d'entreprises et de soutenabilité du modèle de croissance très riche en emplois.

La première, qui oblige à la prudence, concerne les modifications, en cours et à venir, de la fiscalité des (grandes) entreprises¹³⁴ qui imposent au Luxembourg, obligé de préserver les recettes conséquentes tirées de son imposition des bénéficiaires et de maintenir sa compétitivité et son attractivité fiscales, d'adopter une stratégie « d'attente agile ».



Source : OCDE

La seconde, qui appelle à l'action à brève échéance, est la nécessité de saisir l'opportunité et la possibilité de retirer un double dividende d'une réforme de l'impôt foncier (i.e. augmenter les recettes relativement confidentielles (0,1% du PIB) tirées de la détention immobilière et lutter contre la rétention de terrains afin d'orienter le développement territorial dans la direction souhaitée et de combattre le « mal de terres » qui contraint la construction.)

Défi n° 2 : Logements accessibles : impératif catégorique

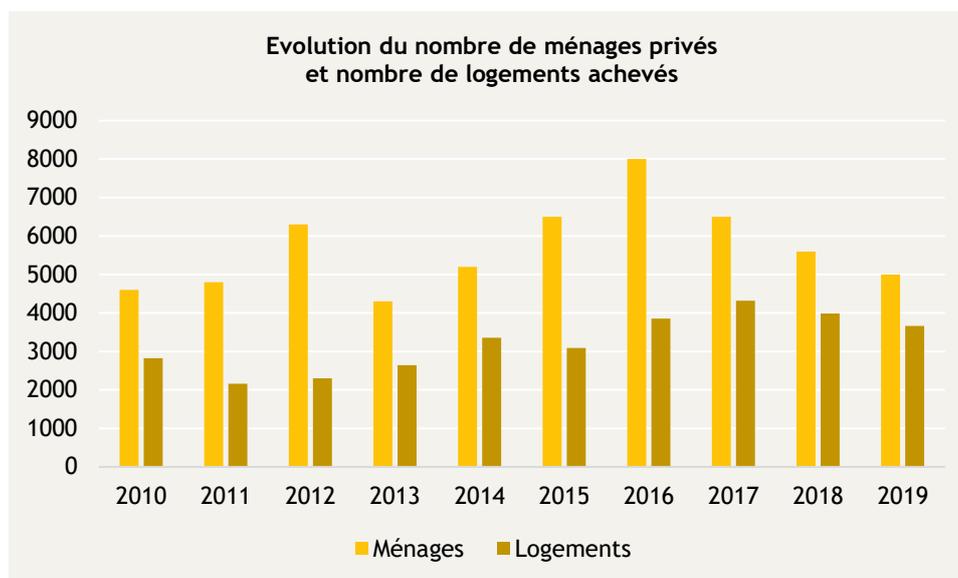
Le taux de ménages propriétaires au Luxembourg est passé de 59% en 1981 à 68% en 2020. Il y a ainsi eu, en dépit de la tendance de fond de la décohabitation, une démocratisation de la possession immobilière au Grand-Duché comme en témoigne le taux de propriétaires (42% en 2020) parmi les ménages en situation de risque de pauvreté. Aussi, la réalité luxembourgeoise est celle d'un pays attractif où arrivent chaque année de nombreux immigrés et où le mal-logement, pouvant être apprécié par le taux de surpeuplement ou d'équipement du parc, ne semble pas être un problème très répandu. A ces aunes, (entendre) parler (aussi souvent) de crise du logement dans le pays peut sembler paradoxal.

Sauf que par ailleurs, le pouvoir d'achat logement du revenu moyen ne cesse de diminuer (un logement de 100 m² coûtait 11 années de salaire moyen en 2020 contre 4 en 1990), les loyers représentent une fraction toujours plus importante du revenu des locataires (leur taux de surcharge¹³⁵ est passé de 15% en 2010 à 26% en 2020) et le déséquilibre entre le nombre de nouveaux ménages (5.680/an en moyenne entre 2010 et 2019) et celui de nouveaux logements construits (3.320/an en moyenne) s'inscrit dans la durée. Il est dès lors compréhensible que les résidents, qui ont une pierre

¹³⁴ Piliers I et II de l'OCDE, ATAD III, DEBRA, BEFIT, directive visant à garantir un taux d'imposition effectif minimum mondial de 15 % pour les grands groupes exerçant leurs activités dans l'Union européenne de la Commission européenne.

¹³⁵ Le taux de surcharge est défini comme le pourcentage de la population vivant dans un ménage où le coût total du logement représente 40% ou plus du revenu disponible total du ménage.

dans le ventre et pour qui « Wunnen ass e Mënscherecht », placent traditionnellement le logement (largement) en tête de leurs préoccupations.



Sources : STATEC, Eurostat

Dès lors, il est de la plus haute importance d'arriver à apaiser les inquiétudes immobilières de la population, à garantir le droit au logement et à créer les conditions permettant que les 36.000 ménages supplémentaires attendus d'ici 2026 pour accompagner le développement économique du Luxembourg puissent venir s'installer confortablement dans le pays¹³⁶.

Pour ce faire, il faudra(it) un renouveau de la politique du logement ayant au centre de sa fonction objective : 1) la volonté de construire plus, plus vite et plus dense 2) l'arrêt des effets d'aubaine qui naissent des avantages financiers accordés aux propriétaires-occupants (sans prise en compte des conditions de revenus) et aux bailleurs (sans obligations sur l'abordabilité des loyers) 3) la mise en cohérence des actions du nombre élevé d'acteurs (Ministères du logement, des finances, de l'intérieur, de l'environnement, de l'aménagement du territoire, Cellule de facilitation, Communes, promoteurs publics, investisseurs privés, banques, etc.) qui interviennent dans le domaine du logement.

Défi n° 3 : Futur du travail : business as (un)usual

Alors que la vision du futur du travail qui avait le vent en poupe durant les années 2010 était celle du chômage de masse et de salariés ringardisés par des automates, le « Grand Confinement » est venu offrir une autre perspective sur le devenir de l'emploi en réalisant un fantasme qui datait des années 70 : l'avènement du télétravail de masse¹³⁷.

Et après avoir été un outil efficace de continuité de l'activité économique et de maintien de la distanciation physique, le télétravail régulier devrait, au moins dans un horizon prévisible, demeurer au Luxembourg à un niveau important compte tenu de l'existence d'immunités socio-fiscales pour les travailleurs frontaliers jusqu'en juin 2022, de la dépendance au sentier des investissements humains et en capital qui ont été faits pour rendre possible son déploiement à grande échelle, des préoccupations persistantes concernant la propagation de la covid-19, des désagréments (i.e. coût d'opportunité des heures de trajets, achats de carburant) liés aux déplacements domicile-lieu de

¹³⁶ Voir à ce sujet : STATEC (2022), Projections Macroéconomiques à moyen terme 2022-2026.

¹³⁷ Jack Nilles de la NASA, auteur en 1973 de The Telecommunications-Transportation Tradeoff : Options for Tomorrow est généralement considéré comme ayant popularisé le concept de télétravail.

travail et de la mise en avant répétée par de nombreux agents (entreprises, partenaires sociaux, salariés, élus) des bienfaits du télétravail sur les conditions d'emploi, la qualité de vie, la productivité, etc...

Mais cette grande transformation accélérée de la société salariale, qui était depuis des décennies stabilisée autour du regroupement des travailleurs au sein des locaux de leur employeur, soulève quelques difficultés qu'il va falloir adresser :

- Le recours massif au télétravail est synonyme de polarisation exacerbée du marché du travail entre travailleurs (qualifiés) à rémunérations élevées/« télétravaillabilité » forte et ceux (moins qualifiés) qui se retrouvent sous pression à cause du recours massif au télétravail. Cette polarisation représente par ailleurs un coût pour les finances publiques via l'indemnisation du chômage partiel et la moindre consommation, notamment des travailleurs frontaliers¹³⁸, sur le territoire ;
- La dé-spatialisation de l'activité concomitante au télétravail, surtout dans un pays comme le Luxembourg où près de la moitié de la force de travail vit au-delà des frontières nationales, pose des questions complexes, jusque-là passées sous silence, de droit du travail¹³⁹. Elle pourrait également aller à l'encontre de la volonté exprimée d'une réduction du nombre de m²/individu disponible dans les logements (volonté des ménages d'acquérir ou de louer des logements plus grands disposant d'une pièce dédiée au télétravail) et faire perdre aux entreprises les bienfaits de longue date qu'elles tiraient des effets d'agglomération ;
- Dans la mesure où le télétravail profite davantage aux cadres, qui sont ceux qui ont le plus souvent des avantages en nature (voiture de sociétés, ticket restaurant, etc.), il peut être nécessaire de devoir « repenser » la distribution - et la fiscalité - des avantages en question¹⁴⁰, d'autant plus que certaines études indiquent que des salariés seraient prêts à accepter une baisse de leur rémunération (jusqu'à 10%) en échange de télétravail¹⁴¹ ;
- Au-delà des défis actuels susmentionnés, le développement du télétravail pourrait poser - à l'avenir - de nombreuses autres épineuses questions concernant la localisation sur le territoire grand-ducal des personnes actives au Luxembourg¹⁴² ou les conditions de réussite dans la voie de la déconcentration concentrée.

¹³⁸ Il était estimé, avant la pandémie, que les frontaliers dépensaient en moyenne 20% de leur revenu au Luxembourg. Et selon une étude britannique, la demande de services offerts dans les centres urbains au Royaume-Uni pourrait diminuer jusqu'à 20% si la moitié des employés télétravaillent deux jours par semaine. Voir à ce sujet : Gianni De Fraja, Jesse Matheson, James Rockey (2021), Zoomshock: The geography and local labour market consequences of working from home.

¹³⁹ Les articles 211 du Code du travail qui traitent du temps de travail évoquent des « cadres supérieurs dont la présence à l'entreprise est indispensable pour en assurer le fonctionnement et la surveillance » et à partir d'un certain seuil de travail par un frontalier, ce peut être la législation du travail de son pays de résidence qui doit s'appliquer à son contrat de travail (i.e 35 heures, RTT, jours fériés, etc.). Voir à ce sujet : Jean-Luc Putz (2020), La nouvelle convention sur le télétravail une première analyse (Partie 1).

¹⁴⁰ Voir à ce sujet : Deutsche Bank Research (2020), What we must do to to rebuild. A work-from-home tax.

¹⁴¹ Voir à ce sujet : Amanda Pallais et Alexandre Mas (2017), Valuing Alternative Work Arrangements.

¹⁴² Voir à ce sujet le projet Luxembourg 2050 - Prospects for a Regenerative City-Landscape dans le cadre de Luxembourg in transition qui évoque un Luxembourg à 745.000 habitants en 2050 au lieu des plus de 900.000 généralement admis.

CONSENSUS ECONOMIQUE D'IDEA : UN RALENTISSEMENT EN DOUCEUR ?

Le Consensus économique d'IDEA a pour but de révéler et d'analyser le sentiment d'un panel de décideurs économiques, politiques, de partenaires sociaux et d'économistes sur les principales tendances d'évolution de la conjoncture, le scénario macroéconomique privilégié au Luxembourg, ainsi que les grands défis politico-économiques et les réponses à apporter à ces derniers.

Entre le 9 et le 18 mars 2021, 118 personnes ont ainsi répondu à un questionnaire anonyme (11 questions en ligne) sur un panel de 197 personnes, soit un taux de réponse de 60%¹⁴³.

Ce quatrième exercice du consensus économique intervient (une nouvelle fois) dans un contexte d'incertitudes particulièrement aiguës. Pendant l'administration du questionnaire, les principales restrictions sanitaires liées à la Covid-19 ont été levées au Luxembourg et dans certains Etats voisins, mais une nouvelle vague de contaminations semblait démarrer. Par ailleurs, l'Ukraine entrait dans sa troisième semaine de guerre, les dirigeants de l'UE se réunissaient à Versailles pour prendre une série de mesures stratégiques dans le contexte de guerre aux portes de l'Europe.

La consultation permet néanmoins de faire ressortir quelques grandes tendances éclairantes, voire (parfois) des Consensus assez nets, tant sur le scénario macroéconomique luxembourgeois que sur les priorités en matière de politique économique. Elle met également en exergue d'intéressants enseignements sur les grands enjeux européens.

Synthèse des résultats du consensus économique 2022

- Le Consensus confirme sans surprise que la zone euro devrait connaître une inflation élevée. Par ailleurs la probabilité que la BCE augmente au moins une fois ses taux directeurs sur l'année 2022 est jugée élevée.
- Les institutions financières luxembourgeoises résisteraient aux effets de la guerre en Ukraine, mais la probabilité que certains moteurs de la croissance soient affectés (la consommation des ménages et l'investissement des entreprises) est jugée élevée.
- Malgré le contexte d'incertitude, les réponses du panel ne sont que très modérément dispersées sur le scénario de croissance économique luxembourgeoise. Avec une moyenne des réponses autour de +2,3%, la croissance ralentirait significativement et serait inférieure aux dernières prévisions de février du STATEC (+3,5%) pour 2022. Elle se situerait selon le panel à un niveau similaire en 2023 (+2,4%).
- Le chômage resterait stable cette année et l'année prochaine, avec des taux moyens prévus à 5,1% fin 2022 et 5,2% fin 2023, tandis que le STATEC tablait sur un recul graduel vers 4,5% fin 2023.
- En revanche, le Consensus aboutit à une prévision de l'inflation supérieure d'un point à celle du STATEC en plaçant le taux à 5,4% pour 2022. Cette hausse refluerait en 2023 (+3,6%), mais constituerait toujours un niveau significativement plus élevé que celui observé au cours des dernières années. En outre, le taux moyen des emprunts hypothécaires passerait de 1,4% en 2021 à 2,1% à la fin de cette année.
- Les membres du Consensus entrevoient très majoritairement un maintien dans l'intervalle actuel (de 25 à 30% du PIB) de la dette publique luxembourgeoise pour les 5 prochaines années. Cette dernière se situerait aux alentours de 28% du PIB en 2027.

¹⁴³ Voir les détails du panel et le questionnaire en annexe.

- Avec un prix moyen renseigné par les panélistes à 10.450€ du m² en 2030 pour l'ensemble du Luxembourg, la hausse des prix immobiliers se poursuivrait dans les années à venir, mais marquerait tout de même un ralentissement (de +89% lors de la décennie 2010-2020 à +38% pour la période 2020-2030).
- Parmi les grands défis politico-économiques luxembourgeois, la nécessité de conditionner les aides au logement au niveau des revenus des bénéficiaires semble faire consensus, de même, dans une moindre mesure certes, que la nécessité d'augmenter l'impôt foncier.
- Face à la montée des coûts énergétiques, l'idée qu'il faille cibler les aides pour les entreprises les plus vulnérables plutôt que baisser les taxes sur l'énergie recueille également un sentiment majoritairement favorable des décideurs interrogés. En revanche, aucun consensus ne se dégage autour des propositions d'évolution du mécanisme d'indexation, qui restent très polarisantes.
- En matière de politique européenne, de nouveaux « grands principes » semblent acquis, qu'il s'agisse de la nécessité de regagner une souveraineté industrielle, d'harmoniser la fiscalité écologique, de repenser le Pacte de Stabilité et de Croissance ou encore de pérenniser les mécanismes de solidarité financière du type « NextGenerationEU ».
- La majorité des panélistes du Consensus juge que les objectifs climatiques pour 2030 sont hors de portée et le scepticisme à cet égard a sensiblement progressé par rapport à l'année dernière.

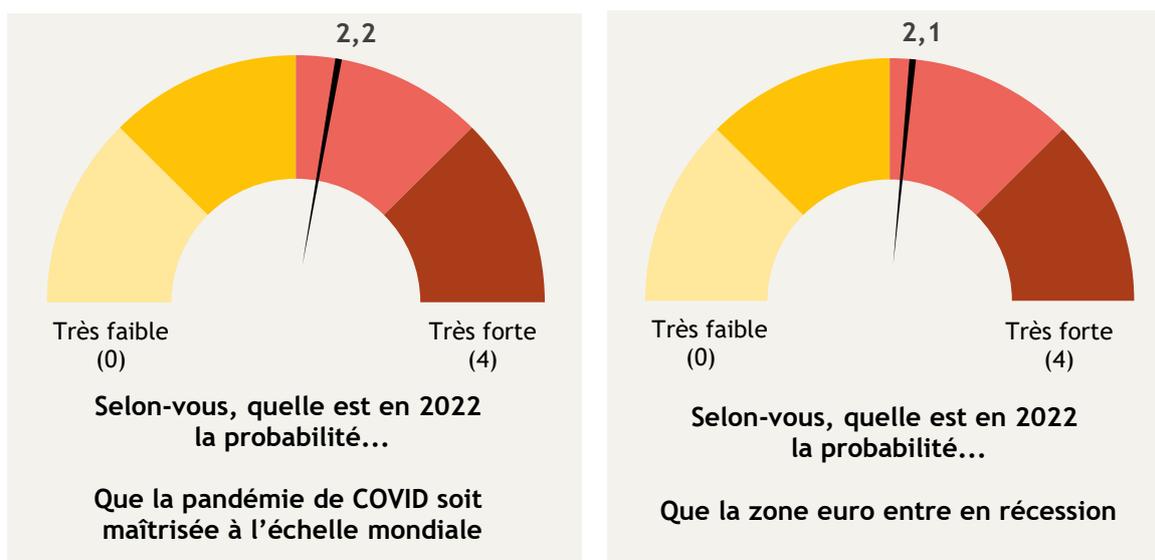
Quelques paris » sur 2022

Contexte international : stagflation en zone euro ?

Les panélistes attribuent une probabilité « moyenne » (2,2/4) à la capacité de maîtriser à l'échelle mondiale la pandémie de Covid-19 courant 2022. Le même panel jugeait cet événement moins probable début 2021 (1,6/4).

Sur un plan purement économique, le principal « Consensus » de cette année concerne l'évolution de l'inflation dans la zone euro. La probabilité que cette dernière y dépasse les 4% sur l'année 2022 (après 2,6% en 2021) est jugée comme très forte (4/4) par 47% des panélistes et forte (3/4) par 42% d'entre eux, portant le score moyen à 3,3/4. Ces estimations sont en ligne avec les évolutions récentes des différentes prévisions. Ainsi, la Commission européenne prévoyait dans ses prévisions de début février 2022 une inflation à 3,5%, quand la Banque Centrale Européenne (BCE) a révisé sa prévision à 5,1% le 10 mars¹⁴⁴. Alors que le concept de « stagflation » a fait son retour dans le débat économique récemment, les membres du Panel jugent l'entrée de la zone euro en récession comme un événement « moyennement » probable (2,1/4). Une réponse¹⁴⁵ à première vue moins alignée avec les dernières prévisions de la BCE, qui table toujours sur une croissance de la zone euro à 3,7% dans sa première prévision intégrant des effets possibles de la guerre en Ukraine.

Malgré la déclaration de la BCE du 10 mars qui remettait à « plus tard » une potentielle hausse de ses taux directeurs¹⁴⁶, les panélistes jugent la probabilité que la BCE augmente au moins une fois ses taux comme plutôt probable (score moyen de 2,5/4¹⁴⁷).

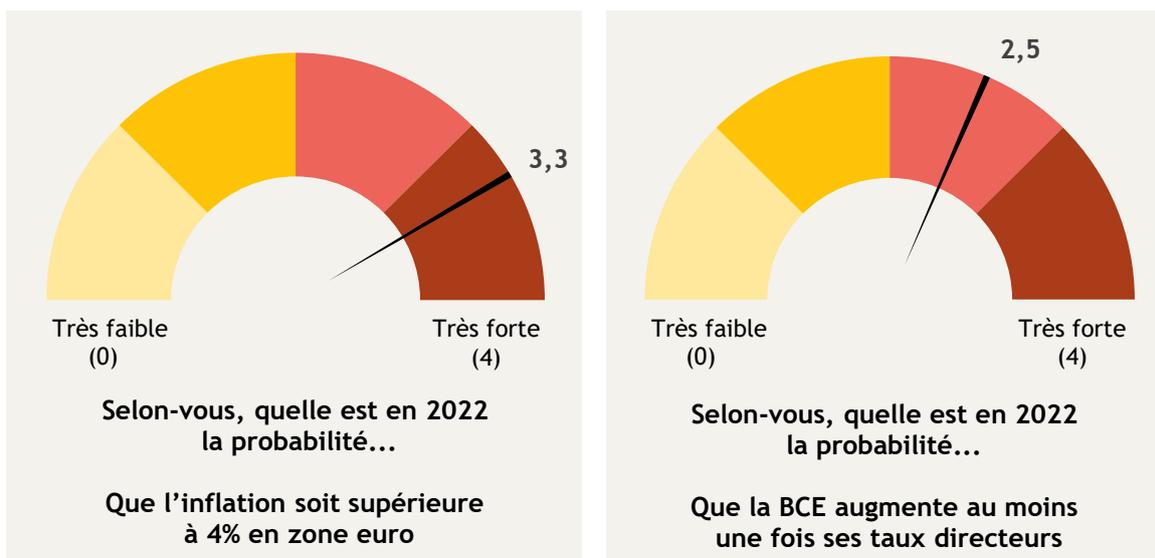


¹⁴⁴ Voir : <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/shared/pdf/ecb.ds220310-c4c5a52570.en.pdf>.

¹⁴⁵ 34% des répondants attribuent à l'entrée en récession de la zone euro une probabilité forte (3/4) et 6% une probabilité très forte (4/4).

¹⁴⁶ "Any adjustments to the key ECB interest rates will take place some time after the end of the Governing Council's net purchases under the APP and will be gradual."

¹⁴⁷ 37% des répondants attribuent à la hausse des taux de la BCE une probabilité forte (3/4) et 16% une probabilité très forte (4/4).



Encadré 11 : Retour sur les paris du Consensus de 2021

Basé sur un questionnaire administré entre le 11 et le 18 février 2021, le troisième exercice du Consensus économique était intervenu dans une période pendant laquelle l'épidémie de Covid-19 repartait à la hausse au Luxembourg et où le principal débat en la matière portait sur la capacité des pays européens à se fournir dans des délais raisonnables en vaccins, et les conséquences économiques que cela pouvait avoir sur le plan économique. Ce qui était dès lors entrevu par le Consensus d'IDEA était donc une faible probabilité de juguler la pandémie à l'échelle mondiale, mais également que l'UE rattrape son retard de vaccination d'ici à l'été 2021. Ce dernier prévoyait tout de même une levée des principales restrictions sanitaires au Luxembourg entre le 2^{ème} et le 3^{ème} trimestre 2021.

Un ralentissement en douceur pour le Luxembourg ?

Les effets potentiels de la crise géopolitique

Avant de se pencher sur les prévisions chiffrées pour le(s) scénario(s) macroéconomique(s) luxembourgeois, les panélistes étaient invités à donner leur sentiment général sur quelques effets que pourraient avoir la crise géopolitique actuelle sur l'économie grand-ducale, permettant ainsi de donner quelques indices non-négligeables sur l'idée qu'ils se font de son impact sur le scénario macroéconomique.

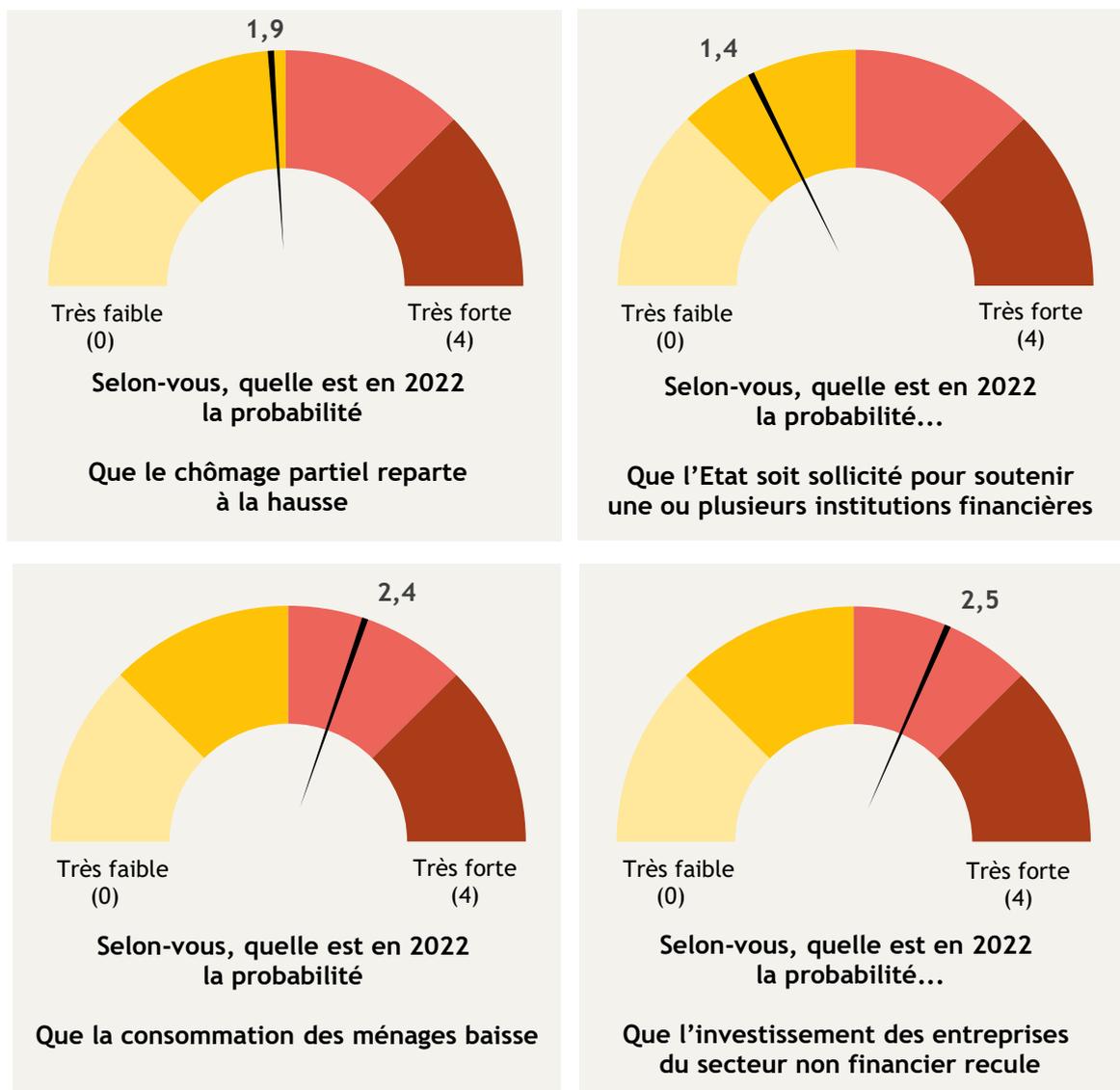
Tout d'abord, il est jugé peu probable que survienne une crise financière majeure ou que des banques soient sérieusement mises en difficulté par l'application des sanctions, étant donné que selon le panel, la probabilité que l'Etat soit sollicité pour soutenir une ou plusieurs institutions financières demeure relativement faible (1,4/4)¹⁴⁸. Parmi les conséquences possibles du conflit figurent les pénuries de composants, de matières premières, d'énergie ainsi que leur renchérissement significatif qui pourraient obliger certaines installations industrielles à recourir à des arrêts de production. Cet effet semble être perçu comme « moyennement » probable étant donné que les membres du Consensus estiment la probabilité d'une hausse du recours au chômage partiel à 1,9/4¹⁴⁹.

En revanche, un Consensus semble se dessiner autour du fait que deux des principaux moteurs de la croissance vont ralentir en 2022. Pour les panélistes, en effet, la probabilité que la consommation

¹⁴⁸ 14% lui confèrent une probabilité « très faible » (0/4), 45% « moyennement faible » (1/4), 27% « moyenne » (2/4), 12% moyennement forte (3/4) et 2% « très forte » (4/4).

¹⁴⁹ 3% lui confèrent une probabilité « très faible » (0/4), 34% « moyennement faible » (1/4), 36% « moyenne » (2/4), 23% moyennement forte (3/4) et 3% « très forte » (4/4).

des ménages baisse est estimée en moyenne à 2,4/4 et celle de l'investissement productif recule à 2,5/4.



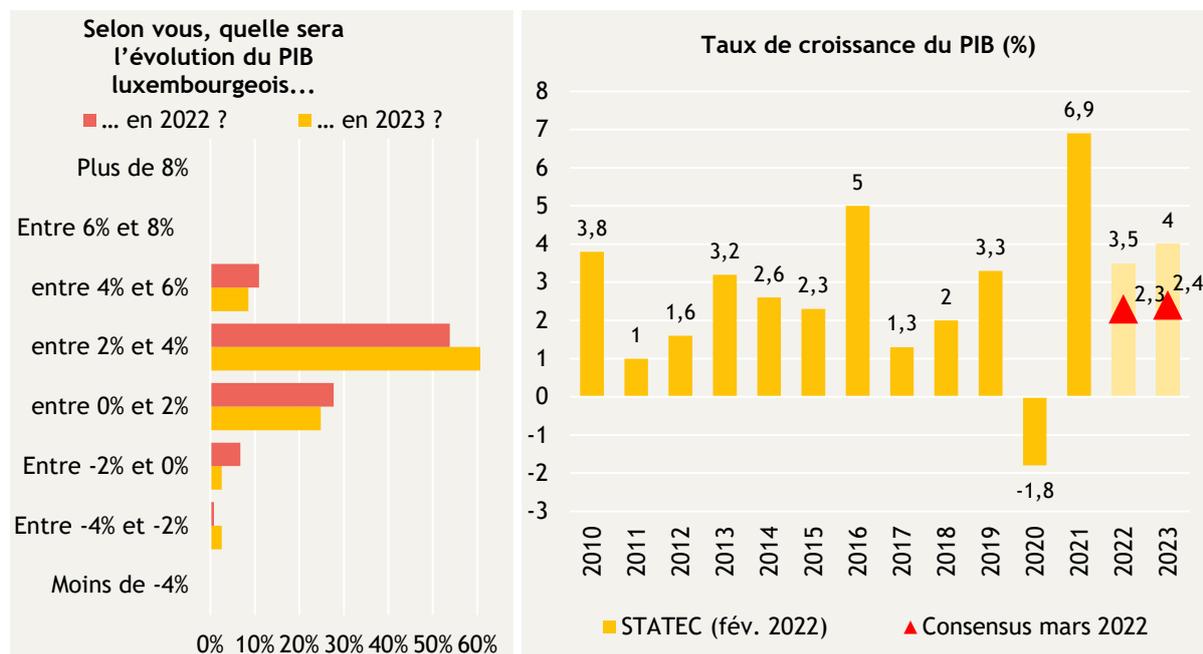
Le scénario macroéconomique luxembourgeois

Consensus sur un ralentissement de la croissance

Malgré le contexte d'incertitude, les réponses du panel ne sont que très modérément dispersées sur le scénario de croissance économique luxembourgeoise pour cette année. Après un rebond « exceptionnel » du PIB en 2021 (+6,9%), plus de la moitié des répondants (54%) a placé le curseur de la croissance « entre 2% et 4% » pour 2022. 28% entrevoient une croissance située entre 0% et 2%, et seuls 8% des panélistes projettent une récession cette année. En considérant le « point central » des intervalles disponibles pour les réponses, le Consensus économique pour 2022 se situe autour de 2,3%.

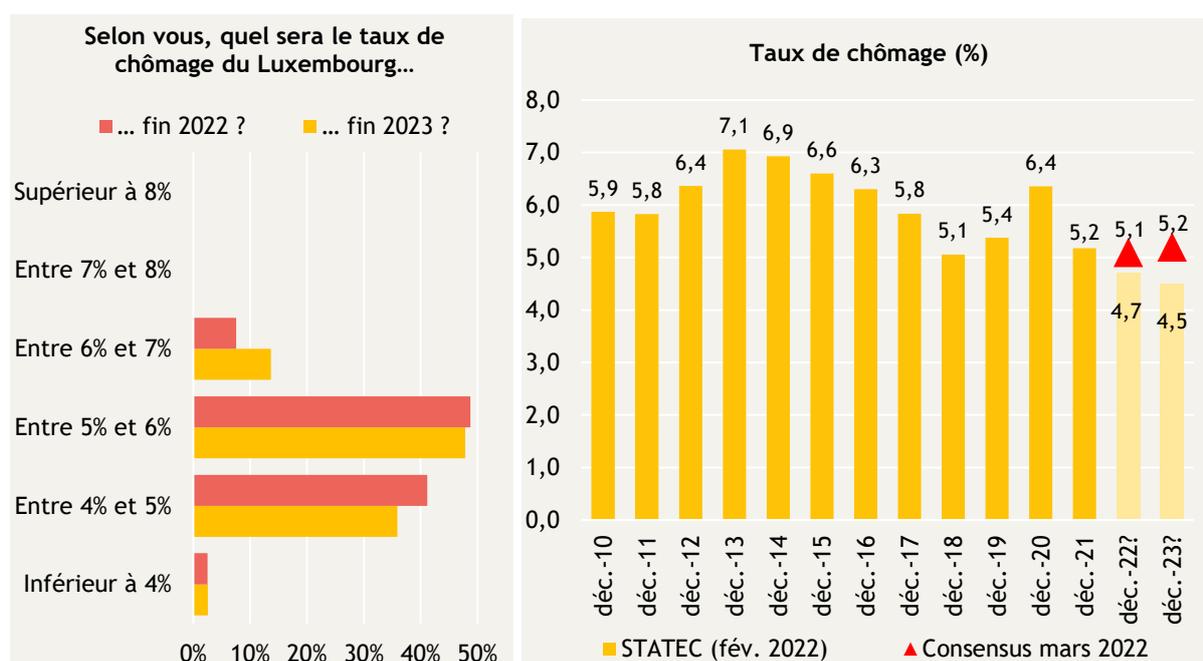
La guerre en Ukraine aurait donc un fort effet de ralentissement sur la tendance et le Luxembourg ne se maintiendrait plus dans le haut de cycle observé actuellement, mais n'entrerait pas en récession pour autant. En outre, les dernières prévisions du STATEC étant antérieures au déclenchement de la guerre (elles prévoient 3,5% de croissance en 2022).

Pour l'année prochaine, la répartition des réponses des panélistes n'est (étrangement) guère plus dispersée, avec une légère tendance à la hausse (62% des répondants estiment que la croissance sera comprise entre 2 et 4%), avec un point central situé à 2,4% de croissance.



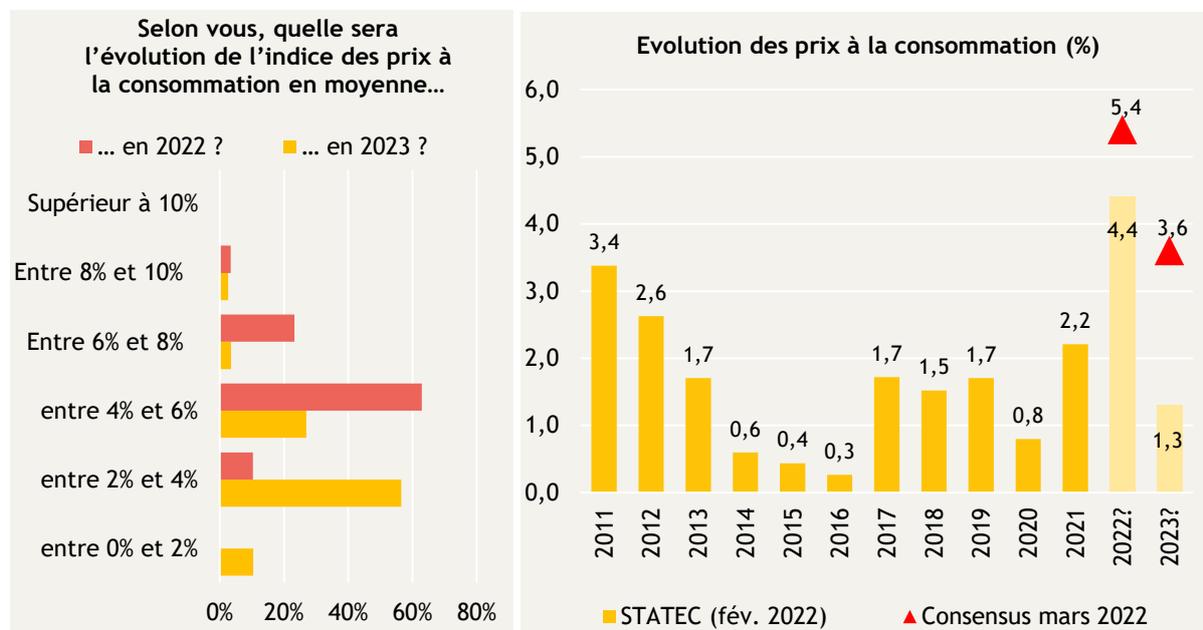
Statu quo sur le chômage

Fin 2021, le taux de chômage s'élevait à 5,2%, soit une baisse (significative) d'1,2 point de pourcentage par rapport à décembre 2020. Au moment d'administrer le questionnaire, le taux de chômage était descendu à 4,9%. Pour la fin de cette année, 49% des répondants au consensus pointent un intervalle de chômage inchangé par rapport à décembre 2021 (entre 5% et 6%), 44% estiment qu'il se situera dans une fourchette inférieure et 8% qu'il augmentera (entre 6% et 7%). Avec une moyenne portée à 5,1% c'est donc une quasi-stagnation du chômage qui est entrevue pour 2022. Ce dernier serait quasiment inchangé en 2023 (5,2%). Le ralentissement de la croissance n'aurait donc pas d'effet significatif sur le chômage d'après le Consensus.



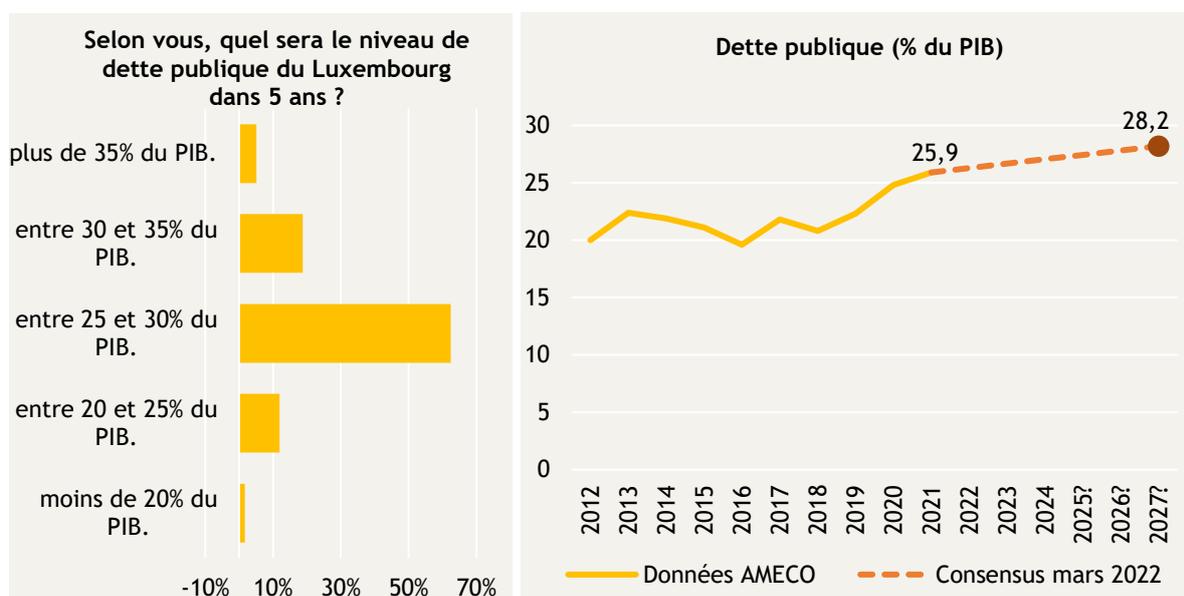
Le Consensus réhausse les prévisions d'inflation

Alors que le STATEC entrevoyait une hausse des prix à la consommation de l'ordre de 4,4% dans des prévisions antérieures à la guerre en Ukraine, le Consensus aboutit à une prévision de l'inflation supérieure d'un point cette projection en plaçant le taux à 5,4% pour 2022. Cette hausse refluerait en 2023 (+3,6%), mais constituerait toujours un niveau significativement plus élevé que celui observé au cours des dernières années, et près de 3 fois supérieur à l'actuelle prévision du STATEC.



Pas de résorption de la dette publique en vue

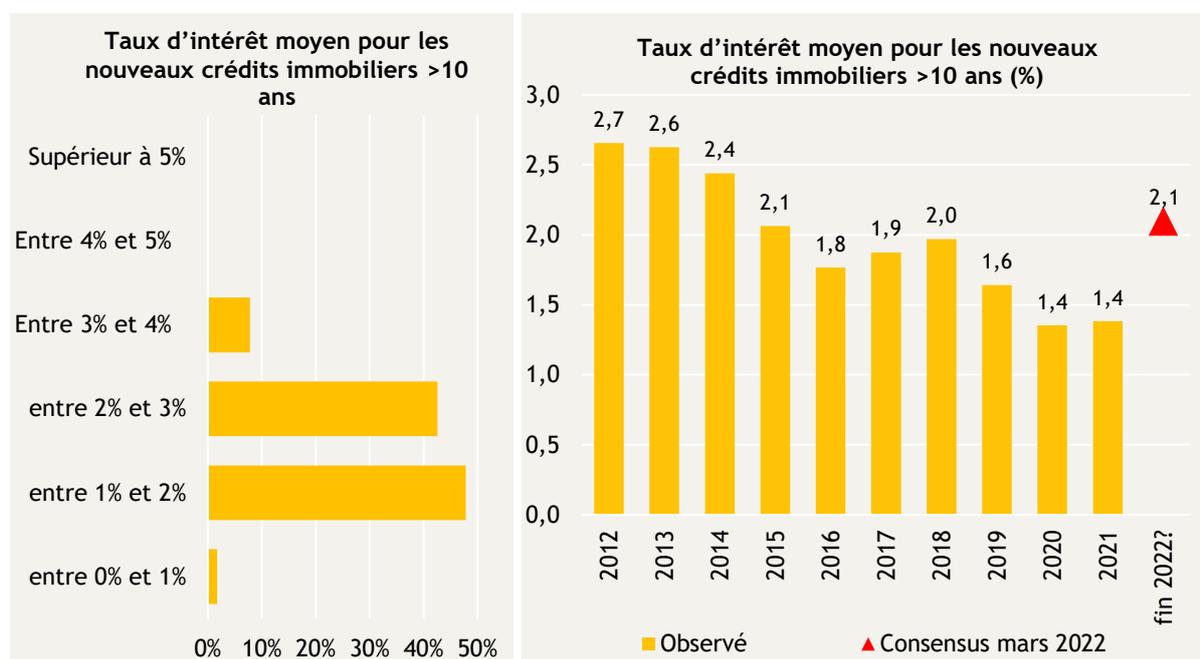
Alors qu'elle s'élèverait finalement à 25,9% du PIB en 2021, soit une progression de 3,6 points de pourcentage par rapport à « l'avant-Covid-19 », les membres du Consensus entendent très majoritairement (62%) un maintien dans l'intervalle actuel de la dette publique luxembourgeoise (de 25 à 30% du PIB). Pour 24% d'entre eux, la dette publique dépasserait le seuil de 30% du PIB en 2027. 14% des répondants projettent un niveau inférieur à 25%. Le point central des réponses se situe aux alentours de 28% du PIB dans cinq ans.



Hausse des taux d'intérêt

En cohérence avec leur pari sur (au minimum) une hausse des taux directeurs de la BCE en 2022 et dans la poursuite de la tendance observée au cours des derniers mois¹⁵⁰, les membres du Consensus entrevoient une hausse des taux hypothécaires au Luxembourg cette année. Plus de la moitié (51%) des répondants situent les taux dans une intervalle supérieure à celle constatée actuellement, contre 48% qui les voient dans une fourchette inchangée.

Au total, la hausse reste cependant « modérée » (de 1,4% à 2,1%) compte tenu du niveau d'inflation anticipé (il passerait de 2,5% à 5,4% pour le Consensus), reflétant peut-être l'anticipation d'une normalisation plus lente des politiques monétaires en raison du nécessaire soutien à la croissance dans le contexte actuel. En outre, compte tenu des tensions immobilières régulièrement mises en avant et du niveau d'endettement des ménages, cette donnée sera à suivre avec intérêt dans les mois à venir au Luxembourg.



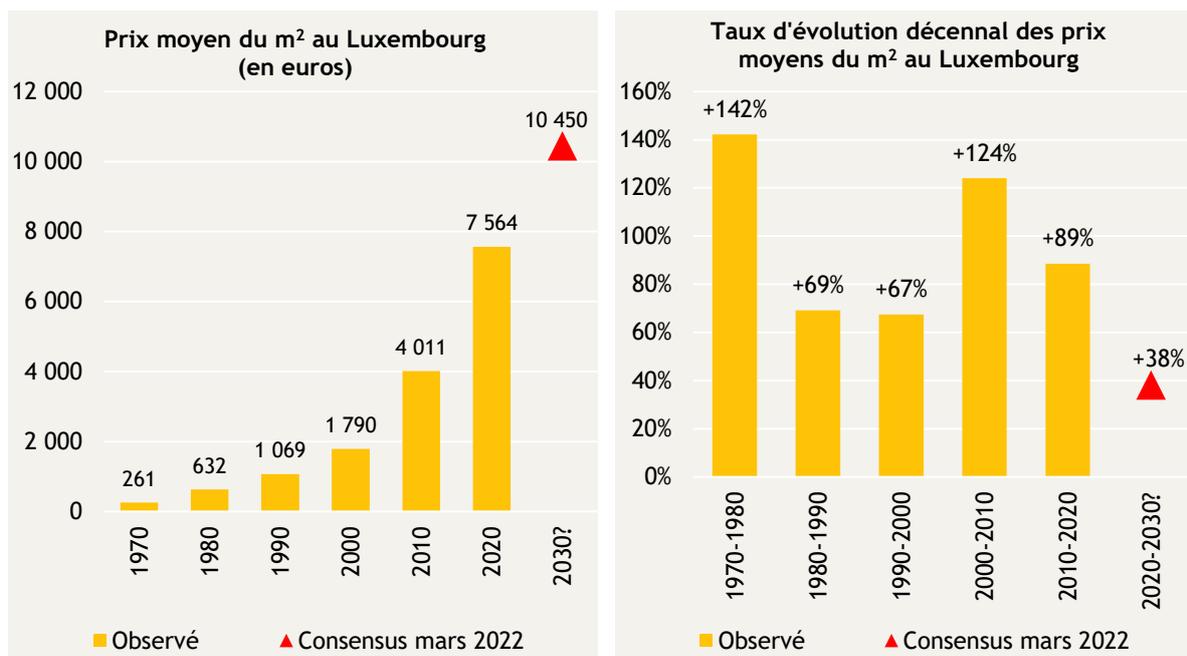
Source : BCL

Immobilier : une tempérance dans la hausse ?

Alors que les prix immobiliers ont augmenté de 89% entre 2010 et 2020, après une progression de 124% durant la décennie 2000-2010, les membres du Consensus étaient interrogés sur leur pronostic quant à la poursuite ou non d'une telle dynamique au cours de la décennie actuelle. Avec un prix moyen renseigné par les panélistes à 10.450€ du m² en 2030, la hausse des prix immobiliers moyens au Luxembourg se poursuivrait dans les années à venir, mais marquerait tout de même un ralentissement (de +89% à +38%).

Si le taux observé au cours de la dernière décennie venait à se poursuivre jusqu'en 2030, il faudrait en moyenne 14.300€ pour se payer un m² dans le pays, une perspective entrevue par seulement 10% des panélistes du Consensus.

¹⁵⁰ D'après la BCL, en janvier 2022, les taux d'intérêt moyens pour les nouveaux crédits immobiliers aux ménages étaient de 1,49%. Ils sont en hausse depuis 4 mois consécutifs.



Sources : STATEC, CHD, BRI, Consensus IDEA

Logement, index, énergie : quelques défis pour la politique économique luxembourgeoise

Sur les grands enjeux économiques et sociaux luxembourgeois et les politiques publiques à y consacrer, cinq affirmations ont été testées dans le Consensus. Les panélistes avaient le choix entre quatre réponses sur leur degré d'approbation ou de désapprobation vis-à-vis des affirmations testées¹⁵¹.

Parmi les multiples propositions avancées dans le débat public pour adresser le problème du logement, deux leviers concernant l'impôt foncier et les aides sont abordés et font l'objet d'une adhésion relativement élevée par le Consensus. Tout d'abord, l'idée selon laquelle « il faut conduire une réforme fiscale immobilière qui conditionne les aides aux revenus¹⁵² » remporte l'adhésion de 77% des membres. Seuls 3% des panélistes s'expriment tout à fait en désaccord avec la proposition et 19% plutôt en désaccord. Le principe général selon lequel l'impôt foncier doit augmenter au Luxembourg (sans précision des modalités de cette hausse) est, lui aussi, relativement accepté par le panel (70% d'opinions favorables).

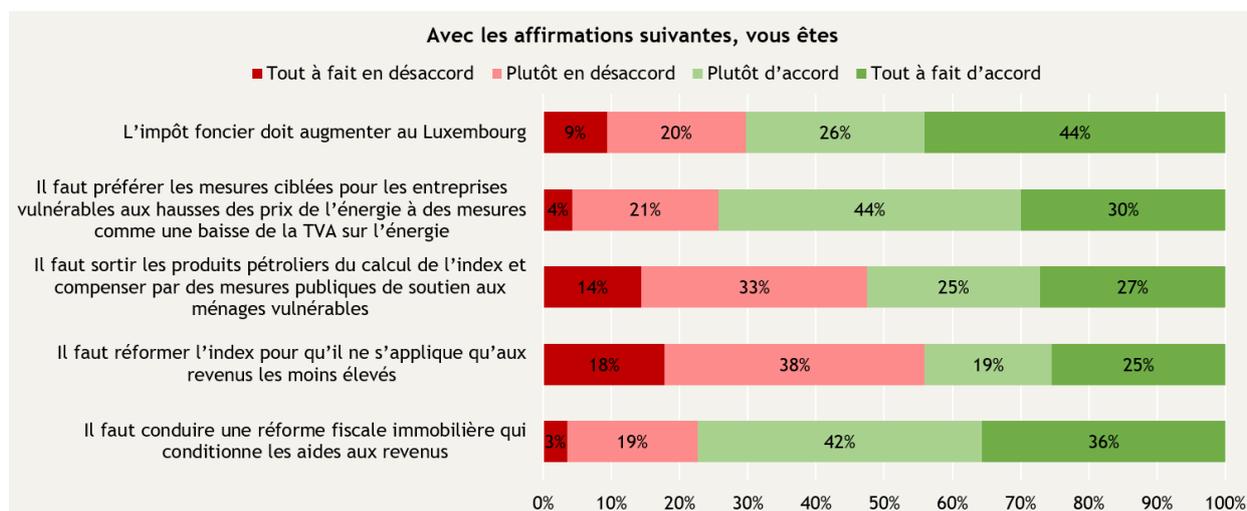
Alors que l'inflation se cristallise sous le double effet de la reprise post-Covid et des nouvelles tensions géopolitiques, les propositions fleurissent dans le débat public pour limiter les effets délétères de ces hausses pour les ménages et les entreprises les plus vulnérables (voir Encadré 8). Il est assez nettement admis par le Consensus, comme cela semble d'ailleurs depuis se dessiner au sein du gouvernement, qu'il faille préférer les mesures ciblées pour les entreprises vulnérables aux hausses des prix de l'énergie à des mesures comme une baisse de la TVA sur l'énergie. 74% des membres du Consensus approuvent cette logique de soutien ciblé. En outre, l'idée qu'il faudrait sortir les produits pétroliers du calcul de l'index et compenser par des mesures publiques de soutien aux ménages vulnérables recueille également l'assentiment d'une (courte) majorité du Consensus

¹⁵¹ Tout à fait en désaccord, Plutôt en désaccord, Plutôt d'accord, Tout à fait d'accord, chacune étant matérialisée par des émoticônes.

¹⁵² Voir : Michel-Edouard Ruben, Fondation IDEA asbl, Document de travail N°18 : Crise du logement : Persistance, faux-semblants, vrais enjeux, Et cetera !, février 2022.

(52% de répondants y sont « plutôt » ou « tout à fait » favorables), mais les réponses sont plutôt dispersées.

En revanche, l'idée selon laquelle il faut réformer l'index pour qu'il ne s'applique qu'aux revenus les moins élevés (encore davantage polarisante que la précédente) recueille une majorité des opinions contre elle (56% y sont « plutôt » ou « tout à fait » défavorables).



Les grands enjeux pour l'Union européenne

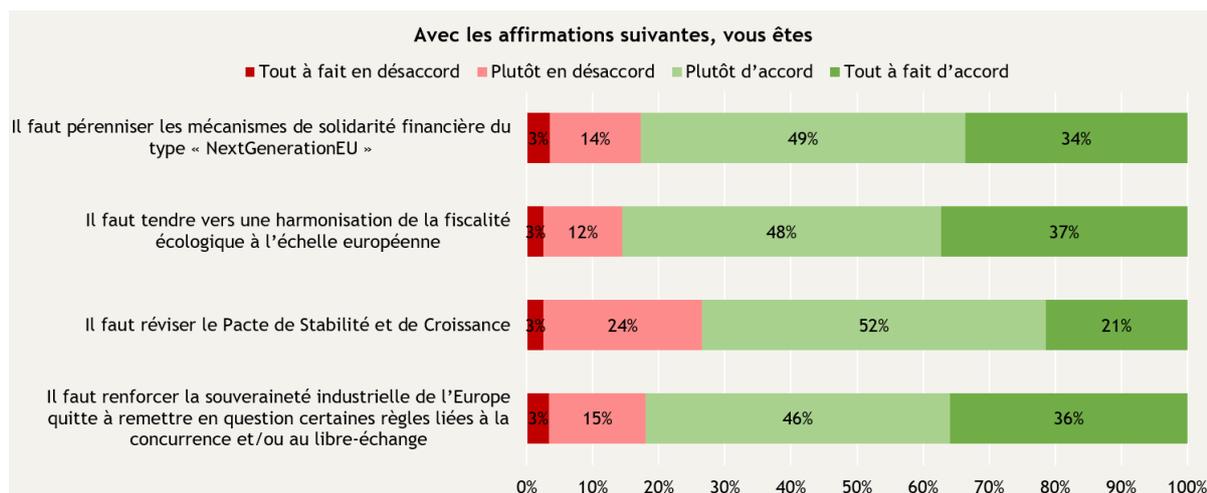
Le fonctionnement des Institutions européennes a également été chamboulé depuis le déclenchement de la pandémie de Covid-19 et la crise actuelle pourrait renforcer ce constat. Les opinions relatives à certaines mesures additionnelles présentes dans le débat, y compris de nature à changer la donne en matière de politiques européennes, a été testée dans le Consensus.

Carte blanche à l'UE

De nouveaux grands principes semblent significativement acquis par les membres du Consensus, qu'il s'agisse de la souveraineté industrielle, des règles budgétaires, de la fiscalité écologique ou de la solidarité budgétaire.

Ainsi, l'idée recueillant le plus grand assentiment des membres du Consensus est la nécessité de tendre vers une harmonisation de la fiscalité écologique à l'échelle européenne (86% d'opinions favorables). Elle est suivie de près par l'idée de pérenniser les mécanismes de solidarité financière du type « NextGenerationEU » (83% de réponses favorables), pouvant être interprété comme la nécessité de renforcer la solidarité budgétaire de fait. Le contexte de crise géopolitique et la nécessité de « faire bloc » ont pu renforcer les positions des répondants. Une nette majorité (74%) est également en faveur du principe de révision du pacte de stabilité et de croissance dont la suspension a été prolongée après le début de l'invasion de l'Ukraine par la Russie.

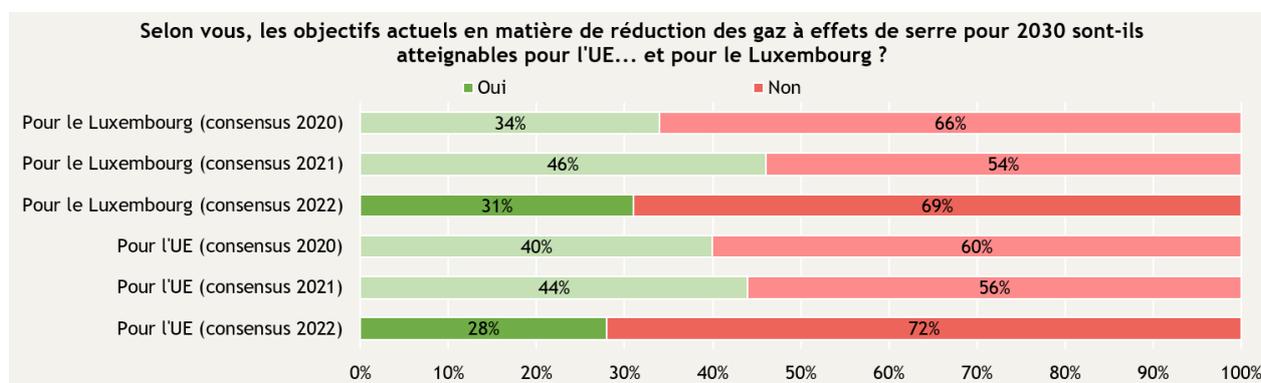
Autre signe d'un « changement d'époque », le fait qu'il faille renforcer la souveraineté industrielle de l'Europe quitte à remettre en question certaines règles liées à la concurrence et/ou au libre-échange est également plébiscité par le panel (82% d'opinions favorables).



Regard sur les objectifs climatiques 2030

La majorité des panélistes du Consensus juge que les objectifs climatiques pour 2030 ne sont pas atteignables, tant au niveau de l'UE (72%) que du Luxembourg (69%).

En outre, alors que la part des répondants estimant que ces derniers sont atteignables avait sensiblement progressé dans le Consensus de février 2021 (44% pour l'UE et 46% pour le Luxembourg), elle marque un recul très important cette année (respectivement 28% et 31%, soit -16pp et -15pp). Les bouleversements liés à la guerre en Ukraine, les récents rapports du GIEC, la publication des premiers bilan CO₂ pour 2021, les événements climatiques de l'été 2021, la forte reprise économique post-Covid, etc. ont pu peser sur l'optimisme du Consensus pour cette édition 2022.



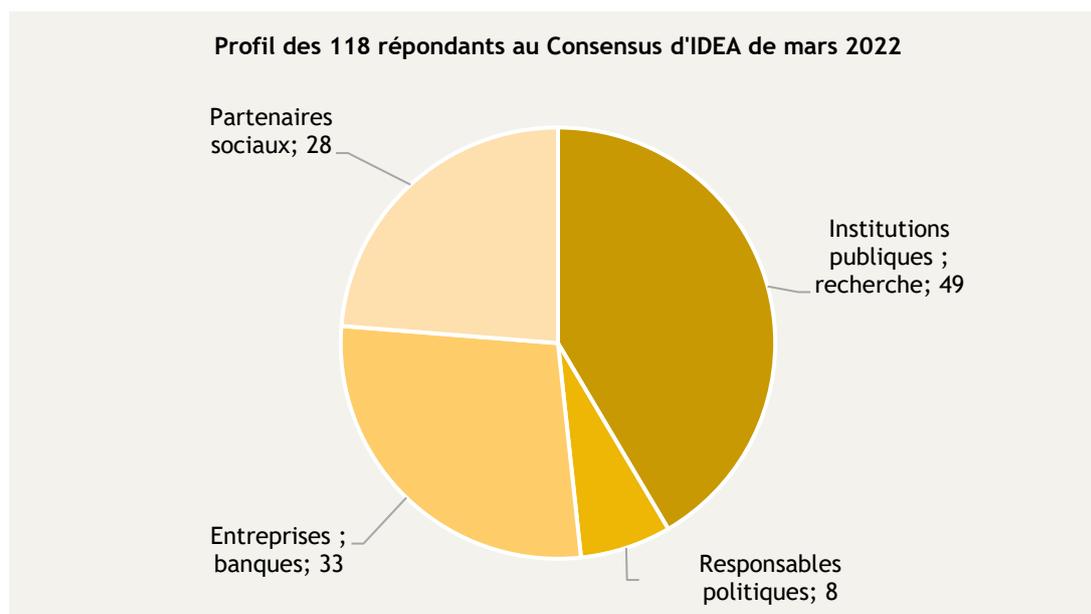
ANNEXE : PANEL ET QUESTIONNAIRE DU CONSENSUS ECONOMIQUE

Panel

197 décideurs économiques, politiques, partenaires sociaux et économistes du Luxembourg issus de quatre grandes catégories ont été sélectionnés pour composer le panel : les entreprises (y compris le secteur financier), les institutions publiques et de recherche, les responsables politiques et les partenaires sociaux (organisations patronales et salariales).

La démarche de sélection des membres du Consensus répond à un simple critère : exercer une profession ou un mandat représentatif nécessitant, a priori, de connaître et/ou d'analyser régulièrement les grandes données macroéconomiques luxembourgeoises.

118 personnes ont répondu au questionnaire personnel et anonyme (11 questions en ligne), soit un taux de réponse de 60%, identique au taux observé pour le Consensus de février 2021 (59%). Le profil des répondants fait apparaître une sous-représentation des membres du groupe « responsables politiques » et une sur-représentation du groupe « institutions publiques et de recherche ». Il faut cependant noter que ce dernier groupe affiche des profils bien plus variés (organisations gouvernementales mais aussi centres de recherche et universitaires en font partie).



Questionnaire Consensus Economique IDEA - Mars 2022

Note : le questionnaire a été administré sur une plateforme en ligne. Les membres du Panel ont été invités à y répondre par l'envoi d'un lien personnel et unique.

Bienvenue dans le questionnaire du consensus économique d'IDEA.

Entre 5 et 10 minutes sont être nécessaires pour le remplir.

Vous avez jusqu'au **vendredi 18 mars à 18h00** pour y répondre.

Les réponses sont personnelles et anonymisées.

Merci d'avance !

1. Selon vous, quelle est en 2022 la probabilité...

0 étant associé à une probabilité « très faible » et 4 « très élevée ».

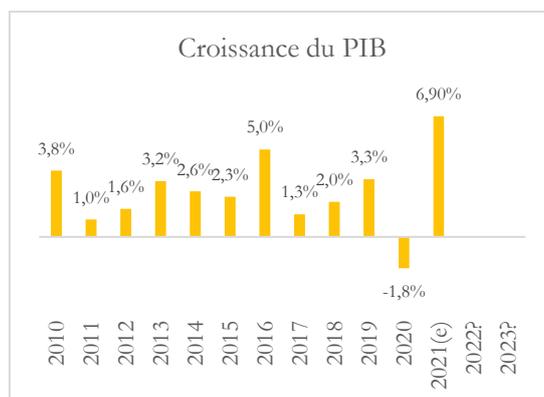
	0	1	2	3	4
	Très faible	Plutôt faible	Moyenne	Plutôt élevée	Très élevée
Que la pandémie de COVID soit maîtrisée à l'échelle mondiale					
Que la zone euro entre en récession					
Que l'inflation soit supérieure à 4% en zone euro					
Que la BCE augmente au moins une fois ses taux directeurs					

2. Parmi les différentes conséquences possibles de la crise géopolitique actuelle, quelle est la probabilité en 2022, pour l'économie luxembourgeoise...

0 étant associé à une probabilité « très faible » et 4 « très élevée ».

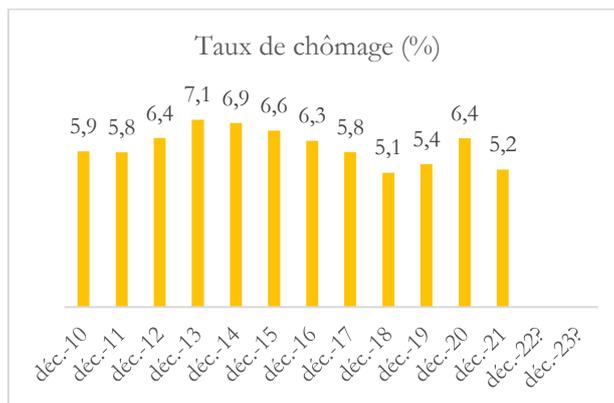
	0	1	2	3	4
	Très faible	Plutôt faible	Moyenne	Plutôt élevée	Très élevée
Que le chômage partiel reparte à la hausse					
Que l'Etat soit sollicité pour soutenir une ou plusieurs institutions financières					
Que la consommation des ménages baisse					
Que l'investissement des entreprises du secteur non financier recule					

3. Selon vous, quelle sera l'évolution du PIB luxembourgeois...



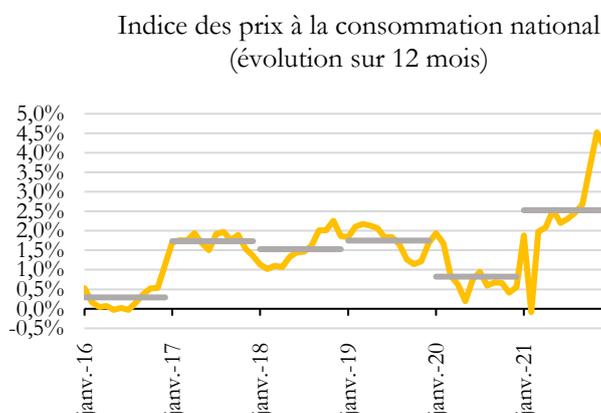
	Moins de -4%	Entre -4% et -2%	Entre -2% et 0%	entre 0% et 2%	entre 2% et 4%	entre 4% et 6%	Entre 6% et 8%	Plus de 8%
... en 2022 ?								
... en 2023 ?								

4. Selon vous, quel sera le taux de chômage du Luxembourg...



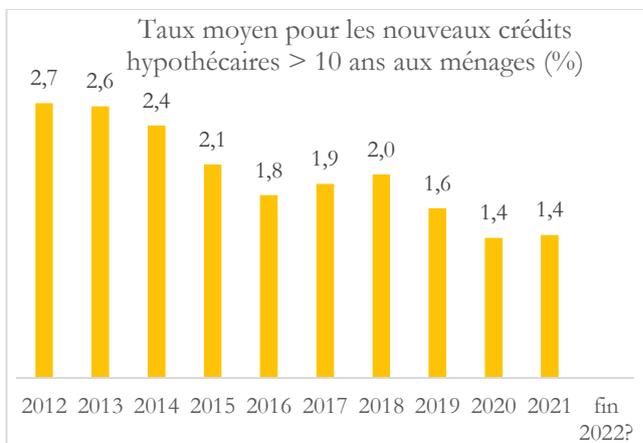
	Inférieur à 4%	Entre 4% et 5%	Entre 5% et 6%	Entre 6% et 7%	Entre 7% et 8%	Entre 8% et 9%	Supérieur à 9%
... fin 2022 ?							
... fin 2023 ?							

5. Selon vous, quelle sera l'évolution de l'indice des prix à la consommation en moyenne... ?



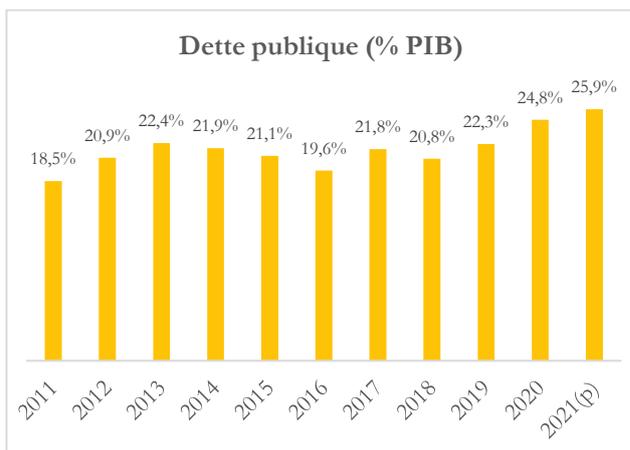
	Entre 0% et 2%	Entre 2% et 4%	Entre 4% et 6%	Entre 6% et 8%	Entre 8% et 10%	Supérieure à 10%
... en 2022 ?						
... en 2023 ?						

6. Selon vous, quel sera le taux d'intérêt moyen pour les nouveaux crédits immobiliers >10ans au Luxembourg fin 2022 ?



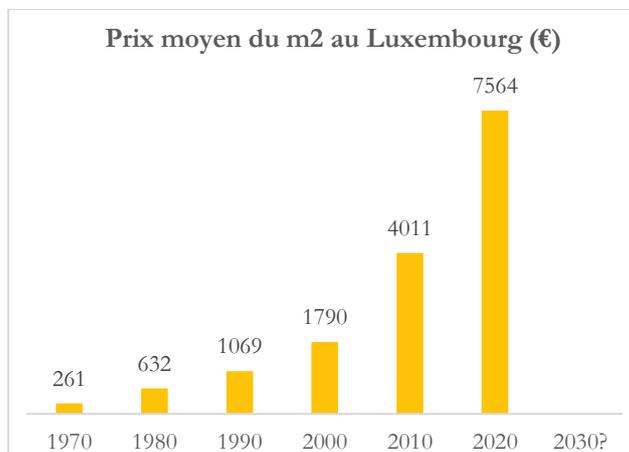
- entre 0 et 1%.
- entre 1 et 2%.
- entre 2 et 3%.
- entre 3 et 4%.
- entre 4 et 5%.
- Plus de 5%.

7. Selon vous, quel sera le niveau de dette publique du Luxembourg dans 5 ans (2027) ?



- moins de 20% du PIB.
- entre 20 et 25% du PIB.
- entre 25 et 30% du PIB.
- entre 30 et 35% du PIB.
- plus de 35% du PIB.

8. Selon vous, quel sera le prix moyen du m2 au Luxembourg en 2030 ?



€

9. Avec les affirmations suivantes, vous êtes :



	Tout à fait en désaccord	Plutôt en désaccord	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
Il faut renforcer la souveraineté industrielle de l'Europe quitte à remettre en question certaines règles liées à la concurrence et/ou au libre-échange				
Il faut réviser le Pacte de Stabilité et de Croissance				
Il faut tendre vers une harmonisation de la fiscalité écologique à l'échelle européenne				
Il faut pérenniser les mécanismes de solidarité financière du type « NextGenerationEU »				



	Tout à fait en désaccord	Plutôt en désaccord	Plutôt d'accord	Tout à fait d'accord
Il faut conduire une réforme fiscale immobilière qui conditionne les aides aux revenus				
Il faut réformer l'index pour qu'il ne s'applique qu'aux revenus les moins élevés				
Il faut sortir les produits pétroliers du calcul de l'index et compenser par des mesures publiques de soutien aux ménages vulnérables				
Il faut préférer les mesures ciblées pour les entreprises vulnérables aux hausses des prix de l'énergie à des mesures comme une baisse de la TVA sur l'énergie				
L'impôt foncier doit augmenter au Luxembourg				

10. Selon vous, les objectifs européens actuels* en matière de réduction des gaz à effets de serre pour 2030 sont-ils atteignables ?

*Réduire les émissions de gaz à effet de serre d'au moins 55% par rapport aux niveaux de 1990

- Oui.
- Non.

11. Selon vous, les objectifs luxembourgeois actuels* en matière de réduction des gaz à effets de serre pour 2030 sont-ils atteignables ?

Réduire les émissions de gaz à effet de serre de 55% par rapport aux niveaux de 2005

- Oui.
- Non.