



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



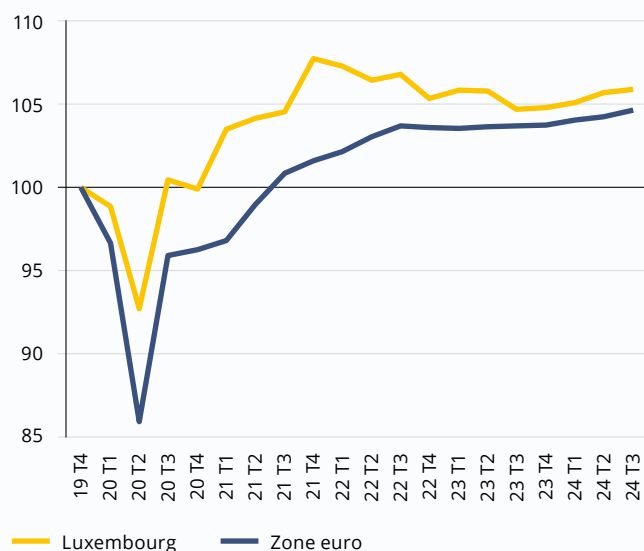
Après une année 2023 marquée par une contraction du PIB en volume, l'économie luxembourgeoise a renoué avec la croissance. La reprise de l'activité est néanmoins peu dynamique et mal répartie au travers des différentes branches. L'année 2024 devrait au final connaître une expansion modeste à +0.5%. L'économie retrouverait un sentier de croissance plus élevée par la suite, avec +2.5% en 2025 et +2.4% en 2026. Sous l'effet des baisses des taux d'intérêt initiées en zone euro, l'investissement résidentiel devrait progressivement se redresser en 2025 et 2026. Par ailleurs, la reprise attendue de l'activité économique en zone euro devrait soutenir la dynamique économique au Grand-Duché par le biais d'une demande externe plus forte. La consommation des ménages devrait également s'améliorer sur fond d'une légère diminution de l'épargne.

Néanmoins, ces prévisions sont entourées de risques. Beaucoup d'incertitudes se rapportent à l'évolution de l'inflation et aux réactions subséquentes de la politique monétaire. Du côté négatif, des taux d'intérêt directs en zone euro plus élevés que prévu pourraient briser la reprise attendue pour 2025. Du côté positif, un repli des taux plus rapide qu'anticipé ajouterait environ 1 point de % à la croissance prévue pour l'année prochaine.

Graphique 2.1

Le Luxembourg renoue aussi avec la reprise en 2024...

PIB à prix constants, indices 2019 T4 = 100

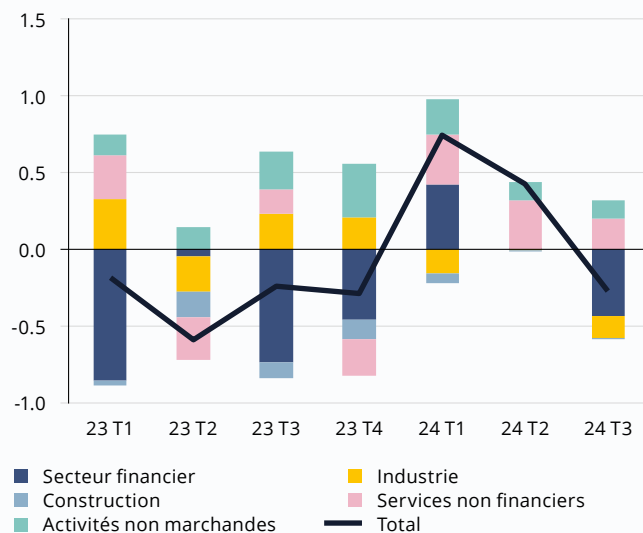


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.2

... mais celle-ci est encore mal assurée

Valeur ajoutée en volume, variation trimestrielle et contributions en points de %



Source: STATEC

- 1 C'est l'évolution du PIB en volume sur l'ensemble de 2024 obtenue en supposant que le PIB du 4^e trimestre demeure au même niveau que celui du 3^e trimestre (sur base des données désaisonnalisées). Pour information, l'acquis de croissance à l'issue du 2^e trimestre était de 0.7% dans la précédente version des comptes, contre seulement 0.2% à présent.
- 2 Valeur ajoutée = PIB - impôts sur la production + subventions sur la production.
- 3 Cette différence d'évolution entre VAB en valeur et VAB en volume était déjà significative en 2023 (-0.4% pour la première, contre -7.0% pour la seconde), mais elle est encore plus marquée cette année.
- 4 L'évolution de la valeur ajoutée dans le commerce est surtout influencée par le commerce de gros (dont l'activité est largement tournée vers l'international).
- 5 Ces deux branches sont également celles qui participent au léger redressement de la productivité horaire du travail (des services marchands non financiers) sur cette période.
- 6 Sur l'ensemble des 3 premiers trimestres de 2024, elle montre néanmoins un gain de 4.5% sur un an.

Une reprise sans éclat

Avec une progression du PIB de 0.2% sur un trimestre au 3^e trimestre 2024, l'économie luxembourgeoise enchaîne sur un quatrième trimestre consécutif de croissance, ce qui n'était plus arrivé depuis 2021 (lors du rebond post-Covid). En dépit de ce constat, l'évolution récente de l'activité demeure marquée par une faible dynamique. Ce manque d'élan apparaît d'autant mieux que les données du PIB des deux premiers trimestres de 2024 ont été révisées à la baisse par rapport à la version précédente des comptes trimestriels (publiée début septembre). Sur base de ces données et de la première estimation pour le 3^e trimestre, l'acquis de croissance pour 2024 ressort à seulement 0.3%¹.

Par ailleurs, si le PIB augmente au 3^e trimestre, c'est surtout grâce à la contribution positive des impôts (diminués des subventions) sur la production². La valeur ajoutée (VAB) enregistre pour sa part un repli (-0.3% sur un trimestre), sous l'effet majeur d'un nouveau reflux du côté des activités financières (cf. [graphique 2.2](#)), qui avaient enregistré un rebond au T1 puis une stagnation au T2. Celles-ci avaient subi une baisse marquée sur l'ensemble de 2023 (c'était déjà le cas en 2022), reflétant notamment la baisse des volumes de crédits et des investissements nets des OPC. La VAB nominale (à prix courants) du secteur financier enregistre par contre cette année une hausse particulièrement élevée (de presque 10% sur un an sur l'ensemble des trois premiers trimestres), soutenue notamment par les taux d'intérêt élevés et la bonne tenue des marchés financiers (ces effets prix sont neutralisés dans le calcul de la VAB en volume, qui baisse de 2.7% sur un an sur la même période)³.

À côté des services non marchands, qui apportent de manière récurrente une contribution positive à l'évolution de l'activité, les services non financiers marchands constituent le principal pôle de croissance au cours des derniers trimestres. Parmi eux, ce sont surtout les branches du commerce⁴ et des services aux entreprises qui ont soutenu la dynamique⁵ (elles demeurent par ailleurs bien orientées à l'issue du 3^e trimestre). Les services de transport, les activités immobilières et l'Horeca ont aussi apporté une contribution positive mais à une moindre échelle. Les services d'information et communication, après un pic au 4^e trimestre 2023, voient par contre leur valeur ajoutée suivre une tendance baissière depuis⁶.

Tableau 2.1

PIB et composantes de la demande

	Année					Trimestre			
	2019	2020	2021	2022	2023	23 T4	24 T1	24 T2	24 T3
	Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Dépense de consommation finale des ménages	2.5	-8.5	11.4	2.3	4.0	1.9	-1.0	1.3	1.7
Dépense de consommation finale des adm. pub.	2.8	7.3	5.1	2.6	2.5	1.4	0.8	1.4	0.8
Formation brute de capital fixe	13.5	-6.7	16.9	-7.7	-1.0	-5.3	0.5	0.6	0.5
Exportations de biens et de services	6.0	0.6	10.3	-0.6	-1.4	-0.9	-0.7	1.3	-0.1
Exportations de biens	1.4	-10.3	3.8	-4.0	-0.5	-1.3	-0.5	-2.1	0.9
Exportations de services	7.6	4.1	11.7	0.1	-1.5	-0.6	-1.4	1.0	0.9
Exportations de services financiers	1.3	2.6	7.8	-2.5	-5.5	-3.3	-1.1	2.1	-0.6
Exportations de services non financiers	17.8	6.1	17.0	3.4	3.3	2.3	-1.7	-0.1	2.4
Importations de biens et de services	7.4	-0.4	12.4	-1.9	-0.1	-0.5	-0.8	0.6	0.7
Importations de biens	1.2	-9.7	17.5	-12.1	-1.1	5.4	-1.6	-1.1	-1.4
Importations de services	9.9	3.1	11.1	0.5	0.2	-0.6	-1.4	0.8	0.7
Importations de services financiers	-1.0	2.9	7.9	-0.7	-5.3	-3.1	-2.3	2.4	-0.5
Importations de services non financiers	20.6	3.3	13.8	1.4	4.3	1.2	-0.8	-0.3	1.5
PIB	2.9	-0.9	7.2	1.4	-1.1	0.1	0.3	0.6	0.2

¹ Données désaisonnalisées.

Source: STATEC (Comptes nationaux, données en volume)

Concernant la branche de la construction, on peut évoquer une amélioration toute relative: la VAB en volume demeure ancrée sur une tendance baissière, mais celle-ci est beaucoup moins prononcée au fil des derniers trimestres, n'amputant que très légèrement l'évolution d'ensemble. L'industrie apporte une contribution négative bien plus significative sur les trois premiers trimestres de 2024, à l'image de la tendance relevée cette année pour l'industrie européenne⁷.

Ralentissement de la consommation, faiblesse de l'investissement

La consommation des ménages marque un ralentissement en 2024 (+1.4% sur un an sur l'ensemble des 3 premiers trimestres, contre +4.0% en 2023 et une hausse moyenne d'environ 2.5% par an dans les années 2010). La progression de l'année 2023 avait cependant bénéficié d'effets de base positifs, notamment liés à la faiblesse des ventes de véhicules et des dépenses en services de restauration au début de 2022⁸. En 2024, la croissance relativement faible de la consommation est surtout liée à un repli des dépenses en voitures⁹, meubles, services d'administration de biens immobiliers et services d'action sociale avec hébergement (marchand). À l'inverse, les ménages ont davantage dépensé dans les débits de boissons, pour la location de biens immobiliers et les assurances non-vie. Malgré ce ralentissement de la consommation en 2024, sa trajectoire est demeurée plus dynamique qu'en zone euro (+0.6% en moyenne par trimestre, contre +0.3% en zone euro), alors que celle du PIB est comparable (+0.3% en moyenne par trimestre au Luxembourg et en zone euro). La consommation publique montre pour sa part une accélération (+5% environ sur les trois premiers trimestres, contre +2.5% en 2023), notamment via les services de santé (marchands et non marchands).

Le volume des dépenses d'investissement demeure faible (-7% sur un an sur les 3 premiers trimestres, après une baisse de 1% en 2023), plombé par la baisse des projets de construction (à la fois dans le résidentiel et le non-résidentiel) et les moindres acquisitions de machines et équipement. Néanmoins, l'investissement semble avoir atteint un point bas au 4^e trimestre 2023 et se redresse – très timidement – depuis, principalement sous l'influence du matériel de transport.

7 Il faut cependant relever que la valeur ajoutée de l'industrie au Luxembourg est très volatile et influencée par des phénomènes qui dépassent le cadre de la production effectivement réalisée au Luxembourg (cf. Note de conjoncture 1-24, p. 25).

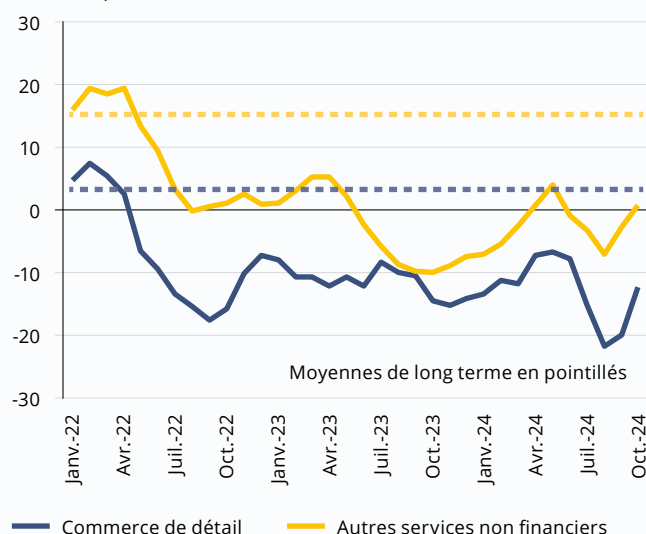
8 Au début de 2022, les ventes de voitures avaient pâti des difficultés d'approvisionnement des constructeurs automobiles et les services de restauration étaient encore soumis à des restrictions sanitaires.

9 Les immatriculations de nouvelles voitures particulières accusent notamment une baisse de 5% sur les 10 premiers mois de 2024.

Graphique 2.3

Un moral perturbé dans les services non financiers

Indicateurs de confiance, en points (moyenne mobile centrée sur 3 mois)

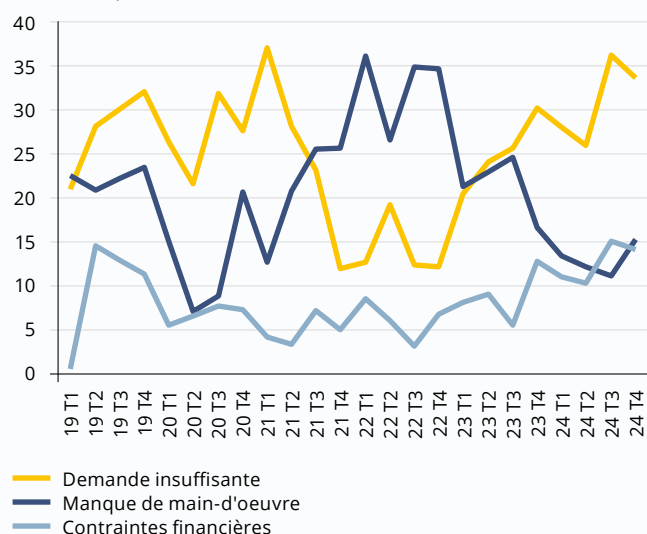


Source: STATEC

Graphique 2.4

Entre demande insuffisante et contraintes financières

Services non financiers – facteurs pesant sur l'activité, en % des répondants



Source: STATEC (enquêtes de conjoncture)

10 L'indicateur de confiance des services non financiers est la moyenne arithmétique des soldes d'opinions relatifs à trois questions de l'enquête mensuelle: évolution de la situation de l'entreprise sur les 3 derniers mois, évolution de la demande sur les 3 derniers mois et évolution de la demande sur les 3 prochains mois.

11 Dans l'enquête de conjoncture des consommateurs, les intentions d'achats de biens d'équipement restent sur des niveaux relativement faibles en 2024.

12 Les indicateurs de production dans les services se basent sur le chiffre d'affaires en volume (c.-à-d. déflaté par les prix de production).

13 Les résultats relevés à l'aéroport du Findel montrent sur les dix premiers mois de 2024 une hausse de 7.3% du trafic de passagers et de 4.8% du volume de fret.

Du côté des échanges extérieurs, les volumes du total des exportations aussi bien que des importations sont cette année presque identiques à ceux de 2023. Le solde des échanges de biens s'est amélioré, avec un recul des importations plus marqué que celui des exportations (ce qui ne dénote pas au final une conjoncture porteuse). Les exportations de services financiers accusent, comme la VAB du secteur financier, un net recul par rapport à 2023. C'est surtout du côté des exportations de services non financiers que les tendances récentes sont les plus favorables.

Services non financiers: une amélioration partielle sur fond d'incertitude

La confiance des entreprises de services non financiers¹⁰ s'était redressée sur la première partie de 2024, puis elle a connu un passage à vide au 3^e trimestre et reprend une orientation plus favorable en octobre et novembre. Cette trajectoire heurtée concerne notamment le commerce de détail, le transport aérien, les activités de poste et courrier, la restauration, les activités juridiques et comptables, les services de location et les activités liées à l'emploi (agences d'intérim, cabinets de recrutement...).

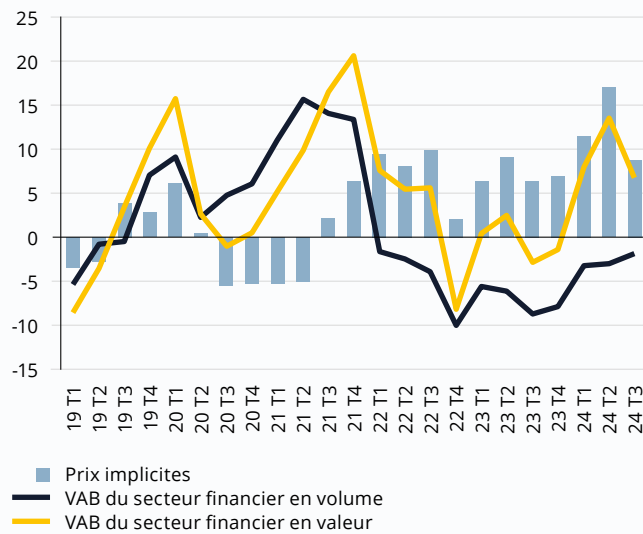
Le volume des ventes du commerce de détail (hors débits de carburants et vente à distance) progresse de 1.4% sur les dix premiers mois de l'année, après deux années consécutives de baisse (-0.6% en 2022, -0.9% en 2023). L'amélioration vient surtout d'un regain des ventes dans les enseignes généralistes (hyper et supermarchés) et celles de produits culturels et de loisirs; pour les magasins de biens d'équipement (produits high-tech, meubles, etc.), en revanche, l'évolution demeure défavorable¹¹.

Dans le domaine des transports, la production¹² se redresse en 2024, notamment pour le transport terrestre (+5% environ sur les 9 premiers mois, après -2% en 2023) et le transport aérien¹³ (+17%, après -3% en 2023). La production reprend aussi une trajectoire ascendante du côté des activités immobilières (+4.5%, après -3.6% en 2023). Dans les services aux entreprises, les tendances sont très mitigées. Les activités juridiques et comptables ont connu un début d'année difficile, mais les résultats se sont améliorés par la suite. Le conseil de gestion poursuit une tendance de repli, tout comme les activités liées à l'emploi (sans doute en lien avec la morosité actuelle du marché du travail, cf. chapitre 4). Les services de location et les voyagistes demeurent, à l'inverse, sur les directions favorables déjà relevées l'année passée.

Graphique 2.5

Les effets prix creusent l'écart entre les valeurs et les volumes du secteur financier

Variation annuelle en %



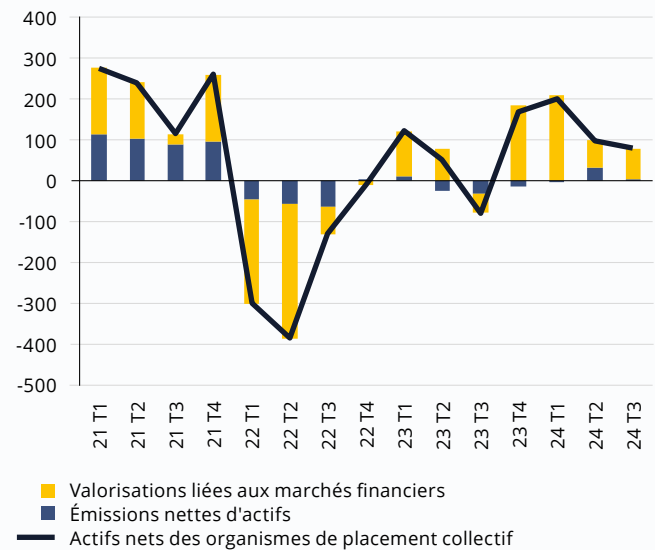
Note: VAB signifie valeur ajoutée brute.

Source: STATEC – Comptes nationaux

Graphique 2.6

Calage des émissions nettes d'actifs dans les fonds d'investissement

Variation trimestrielle en Mia EUR



Source: CSSF (données en fin de trimestre)

La tendance hésitante relevée sur la confiance des services non financiers au cours des derniers mois apparaît comme le symptôme d'une incertitude, d'un manque de visibilité. Et de fait, le niveau de ces indicateurs de confiance demeure historiquement bas. Le manque de demande reste prégnant parmi les facteurs qui pèsent le plus sur l'activité, tandis que la part des entreprises évoquant des difficultés financières tend à s'accroître au fil des derniers trimestres.

Freinage des fonds d'investissement et des marges des banques au 3^e trimestre

La valeur ajoutée brute (VAB) du secteur financier est encore portée par des effets prix en 2024, qui découlent de la hausse des valorisations des actifs et des services bancaires, ainsi que des taux encore élevés. Au 3^e trimestre, la VAB du secteur affiche une croissance annuelle de 6.8% en valeur, mais une baisse de 1.9% en volume. Un repli en valeur et en volume est constaté par rapport au 2^e trimestre 2024.

La croissance des actifs nets des organismes de placement collectif (OPC) au Luxembourg a ralenti à +1.4% sur un trimestre au 3^e trimestre (après +3.8% et +1.8% respectivement aux 1^{er} et 2^e trimestres). La hausse des actifs au 3^e trimestre provient essentiellement des valorisations liées aux marchés financiers, en particulier sur les actifs à revenu fixe (marchés obligataire et monétaire, grâce à la baisse des taux directeurs) et sur les actions asiatiques grâce au plan de relance annoncé en Chine en septembre. Les émissions nettes d'actifs ont été tirées vers le bas en septembre, après quatre mois positifs. La plupart des catégories d'OPC ont enregistré un investissement en capital négatif en septembre, les sorties de capitaux les plus importantes concernant les actions d'Amérique latine, d'Europe de l'Est et les obligations globales.

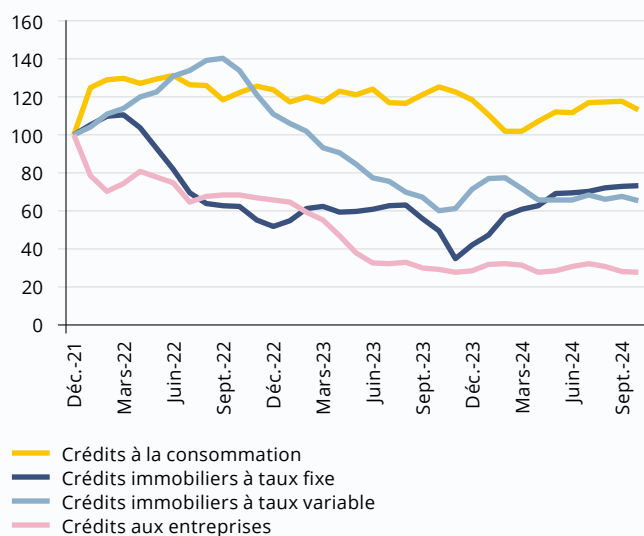
Les résultats des banques réalisés sur le 3^e trimestre sont soutenus par la progression des commissions sur la gestion de fortune et de fonds d'investissement et par une stagnation des frais généraux¹⁴. Les marges d'intérêt se sont en revanche repliées (-3% sur un an au T3 uniquement) avec les réductions des taux directeurs. Les primes d'assurance vie poursuivent par ailleurs leur remontée fulgurante (+65% sur un an au 3^e trimestre, après deux ans de fortes baisses), principalement grâce aux produits en unités de compte. Mais la valeur ajoutée des compagnies d'assurance ne contribue que très peu au total du secteur financier.

¹⁴ Les frais de personnel se sont repliés après la forte hausse enregistrée en 2023 (+11%) et les frais d'exploitation sont limités par l'absence de contribution au Fonds de résolution unique, ce dernier ayant atteint son niveau cible minimal de 1% des dépôts garantis en 2023.

Graphique 2.7

Rebond des nouveaux crédits octroyés aux ménages

Indices déc.-2021 = 100

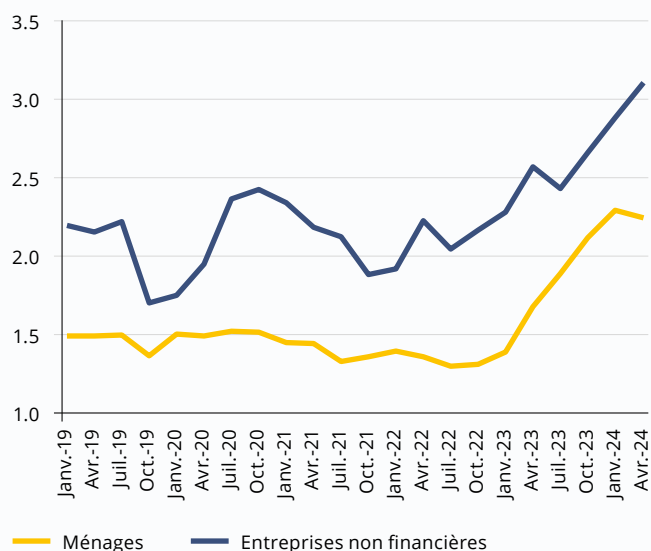


Source: BCL (données désaisonnalisées, moyenne mobile centrée sur 3 mois)

Graphique 2.8

Gonflement des prêts non performants

Ratio de prêts non performants, en % du total des prêts



Source: BCE

15 Un constat qui s'observe également dans la moitié des pays de la zone euro.

16 Un prêt devient non performant si des éléments indiquent que son remboursement par l'emprunteur est improbable ou si plus de 90 jours se sont écoulés sans que les tranches prévues aient été versées.

17 https://www.bcl.lu/fr/statistiques/series_statistiques_luxembourg/17_macroprudential_indicators/Financial-Soundness-Indicators.xlsx

La progression des primes d'assurance vie et des actifs à revenu fixe devrait se poursuivre au 4^e trimestre sous l'effet des baisses de taux, alors que du côté des actions, les données observées sur les marchés indiquent plutôt un repli des valorisations des titres européens et chinois face à un rebond des actions américaines jusque fin novembre (cf. chapitre 1). En octobre, les émissions nettes ont été positives dans les fonds monétaires, mais négatives dans la plupart des catégories d'OPC à actions. La question est de savoir dans quelle mesure la hausse des commissions et des crédits compensera la diminution des marges d'intérêt et la faiblesse des émissions nettes dans les fonds. Les déflateurs de la VAB devraient se replier sous l'effet des baisses des taux.

Remontée de la demande de crédits des ménages mais pas des entreprises

Selon l'enquête sur le crédit bancaire, la demande de prêts des ménages a poursuivi sa remontée au 3^e trimestre au Luxembourg, grâce à l'amélioration des perspectives sur le marché immobilier et la réduction des taux d'intérêt. La demande de crédits immobiliers à taux fixe a été soutenue par la baisse des taux correspondants depuis le début de 2024. Les taux variables ont commencé à baisser plus tard avec les réductions des taux directeurs qui ont commencé en juin. Au final, les taux fixes et variables moyens sur les nouveaux crédits affichaient une baisse similaire de 0,5 point de % sur un an en octobre, le taux variable restant plus élevé (à 4,3%, contre 3,5% pour le taux fixe).

La demande de prêts des entreprises ne redécoule pas encore du fait de la faiblesse des investissements fixes¹⁵. Les banques, de leur côté, continuent de refuser certaines demandes de prêts de PME. Les nouveaux crédits octroyés par les banques du Luxembourg aux entreprises ont encore diminué de 7% sur un an au 3^e trimestre, atteignant des niveaux historiquement faibles.

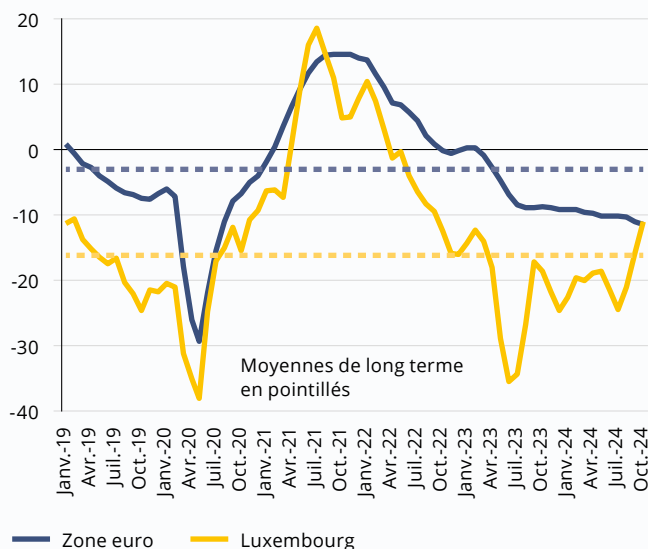
De plus en plus de prêts non performants

La part de prêts non performants¹⁶ au Luxembourg a augmenté depuis la mi-2023, passant de 1,6% du total des encours de crédits à 2,2% au 2^e trimestre 2024¹⁷, proche de la moyenne européenne qui est de 2,3%. Cette hausse des prêts non performants concerne aussi bien les ménages que les entreprises (cf. graphique 2.8), qui ont été particulièrement affectés par le resserrement des conditions de financement depuis la mi-2022 et le ralentissement de l'activité sur le marché immobilier.

Graphique 2.9

Le moral des industriels se redresse au Luxembourg...

Indicateurs de confiance dans l'industrie, en points

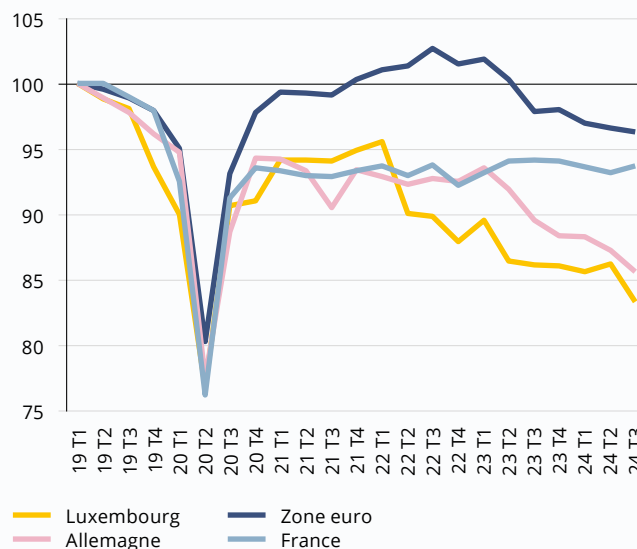


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

Graphique 2.10

... mais ce n'est pas encore le cas pour la production

Production par jour ouvrable dans l'industrie, indices 19 T1 = 100



Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Pour les crédits immobiliers, la part de prêts non performants au Luxembourg dépasse la moyenne européenne¹⁸. Du côté des entreprises, ce sont surtout les PME et les entreprises de la construction et de l'immobilier commercial qui ont le plus de difficultés à rembourser leurs crédits.

La nouvelle loi du 15 juillet 2024 relative au transfert de crédits non performants au Luxembourg¹⁹ a pour objectif d'instaurer un marché secondaire pour les prêts non performants afin d'assainir le bilan des banques tout en garantissant la transparence et le respect des droits des emprunteurs.

Le contexte demeure morose pour l'industrie

La production industrielle du Luxembourg continue à baisser. Après un recul de quelque 4% par an en 2022 et 2023, elle enregistre une perte de 2.6% sur un an au cours des trois premiers trimestres de 2024 (contre -3.4% en zone euro sur la même période). Sur l'année passée, les domaines qui avaient le plus tiré les résultats vers le bas étaient ceux de la production et distribution d'énergie, de la fabrication de produits métalliques (c'est encore le cas en 2024), des machines et équipements (là aussi), de l'industrie du verre et de la céramique, des matériaux de construction (là encore), des produits en plastique et de l'industrie textile.

La production industrielle en zone euro enregistre certes un recul plus prononcé qu'au Luxembourg cette année, mais depuis le début de 2022 (et la forte poussée des prix de l'énergie liée à la guerre en Ukraine), le Luxembourg figure dans le peloton de queue des États membres (avec une baisse de 12% environ²⁰, contre -5% en zone euro).

D'une manière générale, le contexte européen s'avère peu propice à l'industrie. Les industriels ont été confrontés à une hausse des prix de l'énergie relativement forte du fait de leur dépendance antérieure au gaz russe. L'industrie automobile a souffert de problèmes d'offre puis de demande (du fait d'une transition poussive vers l'électrification). La demande des ménages en biens d'équipement a également reflué. Enfin, plusieurs pays (dont le Luxembourg) ont connu un retournement de leur marché immobilier (en lien notamment avec la hausse des taux d'intérêt) et, par conséquent, de l'activité de la construction, avec à la clé une moindre demande de cette branche en biens industriels.

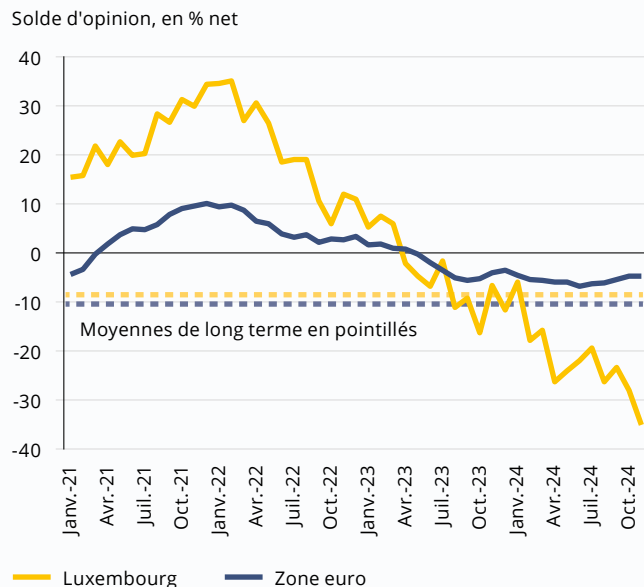
¹⁸ Cf. BCL (2024) "Revue de stabilité financière 2024" (p.107).

¹⁹ Cette loi transpose une directive européenne.

²⁰ Ce repli de la production provient majoritairement des machines et équipements, de la fabrication de produits métalliques et de l'industrie sidérurgique.

Graphique 2.11

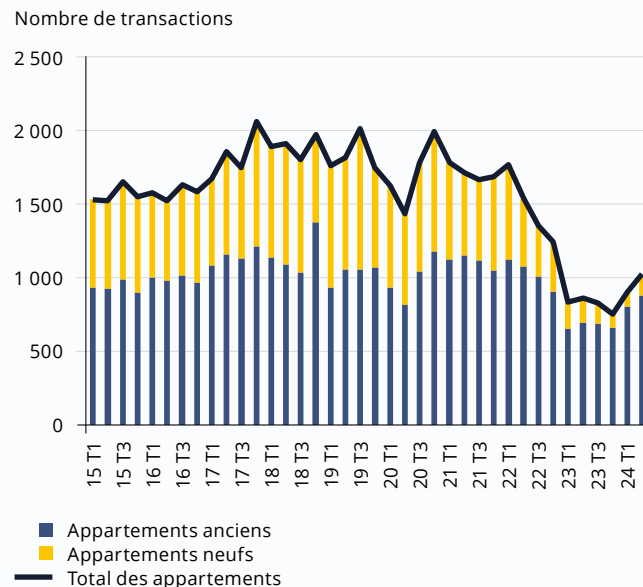
La confiance dans la construction luxembourgeoise est au plus bas



Source: Commission européenne

Graphique 2.12

Les transactions reprennent, mais demeurent faibles dans le neuf



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

Le moral des industriels européens s'en ressent: il a nettement reflué entre le début de 2022 et la mi-2023 et conserve depuis une tendance encore légèrement baissière. Au Luxembourg, la confiance des industriels a touché un point bas vers la mi-2023 et s'est redressée par après – la production, à défaut de remonter, s'est alors presque stabilisée – mais elle a de nouveau reflué au début du 3^e trimestre. Elle repart à la hausse depuis septembre (en particulier du côté des acteurs de la métallurgie et des machines et équipements) sous l'effet d'anticipations plus positives sur l'évolution de la production, mais celles-ci ne se sont pas encore matérialisées sur les résultats observés.

La situation dans la construction reste difficile

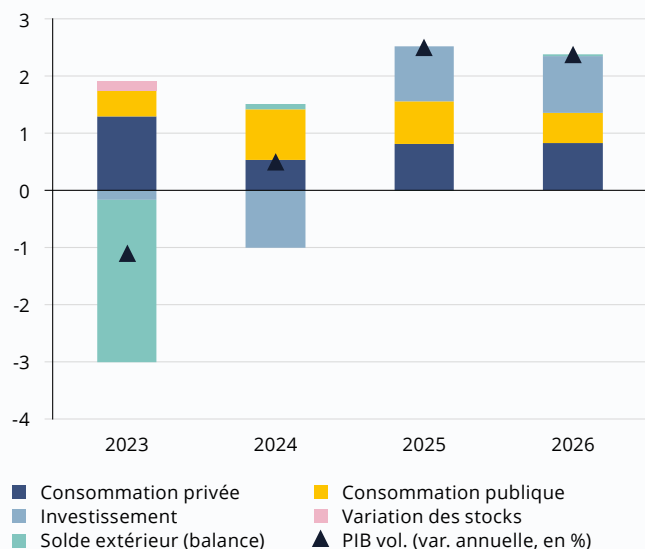
En zone euro, la VAB en volume de la construction a diminué de 0.8% sur un an au 1^{er} semestre 2024. Un plus fort recul dans des pays comme l'Allemagne, la France et les Pays-Bas a pesé sur la performance de l'union monétaire, partiellement compensé par une croissance soutenue, notamment en Italie. Le Luxembourg affiche une dégradation bien plus prononcée sur la même période (-9.1%), et en général depuis le début de 2022 (-17%). Au 3^e trimestre (pour lequel les résultats luxembourgeois sont déjà connus), l'activité de la construction a encore diminué au Grand-Duché. Cependant, le rythme baissier a bien décéléré et l'activité ne recule plus que de 0.2% sur un trimestre (après -0.4% au T2 et -1.7% au T1). C'est notamment dans la construction de bâtiments, particulièrement touchée depuis le début de la crise, que l'activité ne se dégrade plus, alors qu'elle recule encore dans les travaux spécialisés. Au niveau de l'emploi, la tendance au repli se poursuit aussi, mais également de façon moins prononcée (-0.9% sur un trimestre en T3, contre -1.3% au trimestre précédent, cf. chapitre 4). En revanche, l'investissement dans des projets de construction s'est dégradé significativement pour le 7^e trimestre d'affilée (-1.9% sur un trimestre au T3).

Le moral des entreprises reste ancré sur une tendance baissière, la confiance dans le secteur atteignant un nouveau point bas en novembre. Ceci contraste avec la zone euro et les pays voisins, où la confiance tendait à se stabiliser, voire s'améliorer, sur les derniers mois. Au Luxembourg, la dégradation récente provenait surtout de l'état du carnet de commandes jugé insuffisant par une partie croissante des entreprises. En revanche, les perspectives d'emploi affichaient une amélioration passagère, avant de rechuter en novembre. La préoccupation centrale du secteur reste la demande, qui est considérée insuffisante par plus de 60% des entreprises en novembre.

Graphique 2.13

L'activité devrait reprendre...

Contribution à la croissance du PIB réel, en points de %

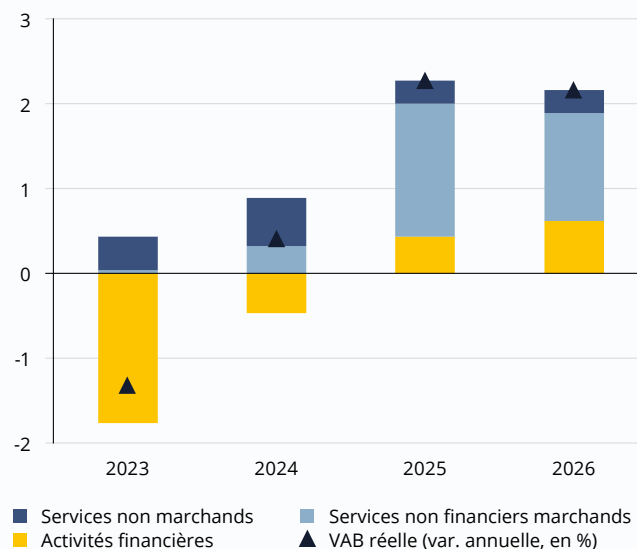


Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Graphique 2.14

... dans toutes les branches à partir de 2025

Contribution à la croissance, en points de %



Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

La demande avait chuté suite aux hausses des taux d'intérêt, provoquant un assèchement du marché immobilier. Récemment, des signes plus positifs émergent, avec une augmentation des nouveaux crédits hypothécaires accordés (cf. ci-avant), associée à une reprise des transactions de logements (+26% sur un an au 2^e trimestre) et la fin des baisses de prix. La poursuite prévue des réductions de taux devrait favoriser ce retour graduel de la demande. Cependant, les transactions d'appartements neufs, qui sont à même de soutenir l'activité dans la construction, restent faibles (cf. graphique 2.12). De plus, le bas niveau des autorisations de bâtir²¹ ne plaide pas pour une reprise rapide dans la construction.

Reprise économique en cours mais timide...

Après une année 2023 marquée par une contraction du PIB en volume, l'économie luxembourgeoise devrait retrouver un sentier de croissance modeste en 2024 (+0.5%), puis un peu plus prononcé en 2025 et 2026 (+2.5% par an environ).

Du côté des dépenses, l'activité ne serait plus amputée par l'évolution des échanges extérieurs (exportations et importations). Après une compression de -6% en 2024, l'investissement profiterait de la baisse attendue des taux d'intérêt, avec une progression attendue de 6% par an environ en 2025 et 2026.

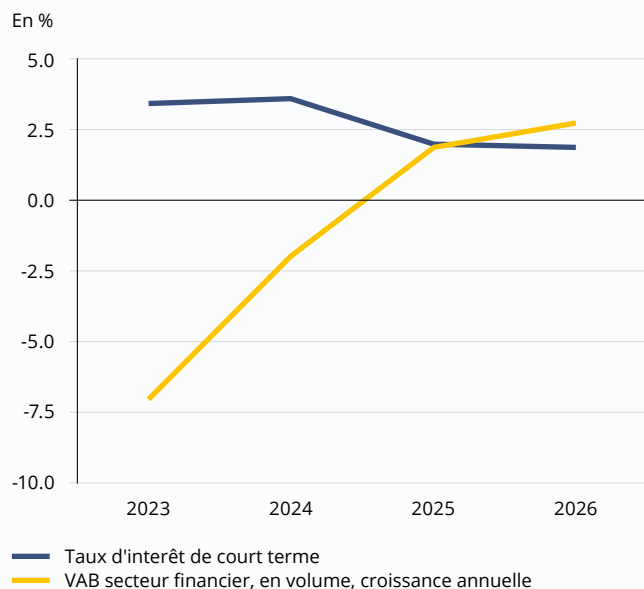
La consommation privée (en termes réels) connaîtrait un ralentissement en 2024 avec +1.6% en variation annuelle et retrouverait son rythme moyen de la décennie 2010 avec +2.4% en 2025 et 2026. La consommation publique demeurerait dynamique en 2024 (+4.8%), mais devrait ralentir en 2025 (+3.9%) et 2026 (+2.7%), reflétant la fin de la plupart de mesures économiques financées par l'État.

... qui devrait progressivement se diffuser à toutes les branches

Du côté de la production, la valeur ajoutée brute (VAB) totale montrerait des signes d'amélioration après une année 2024 atone (+0.5%). Les prévisions annoncent une croissance de +2.5% en 2025 et +2.4% en 2026. Cette reprise repose sur la résilience des services marchands non financiers et le redémarrage attendu de la construction.

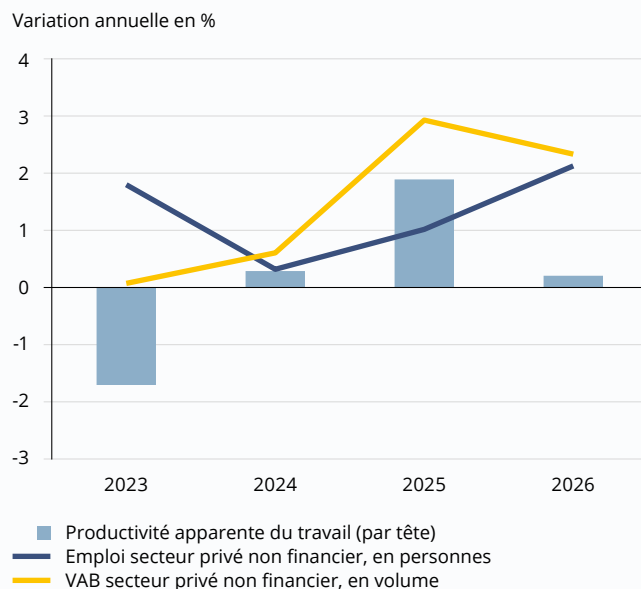
²¹ Les autorisations de bâtir ont diminué de 27% sur un an sur les 9 premiers mois de 2024. Au 3^e trimestre, elles affichaient à nouveau une hausse (+13% sur un an), qui était portée par une augmentation dans le non-résidentiel.

Graphique 2.15

La baisse des taux d'intérêt supporte le secteur financier

Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Graphique 2.16

Redressement de la productivité en vue?

Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Les mesures de politique économique ont stimulé la dépense publique, avec des effets directs sur la VAB des services non marchands (et indirects sur le reste de l'économie). En 2024, celle-ci devrait augmenter de +4.2%, affichant ainsi la plus forte contribution à la croissance du PIB. Profitant notamment des baisses de taux d'intérêt en zone euro, le secteur non financier commencerait à se rétablir avec +0.6% de croissance de la VAB (après +0.1% en 2023).

La VAB du secteur financier en volume, quant à elle, afficherait encore une contraction de -2.0% sur un an en 2024. Cela représenterait quand même une amélioration par rapport aux -5.8% en moyenne sur 2022 et 2023.

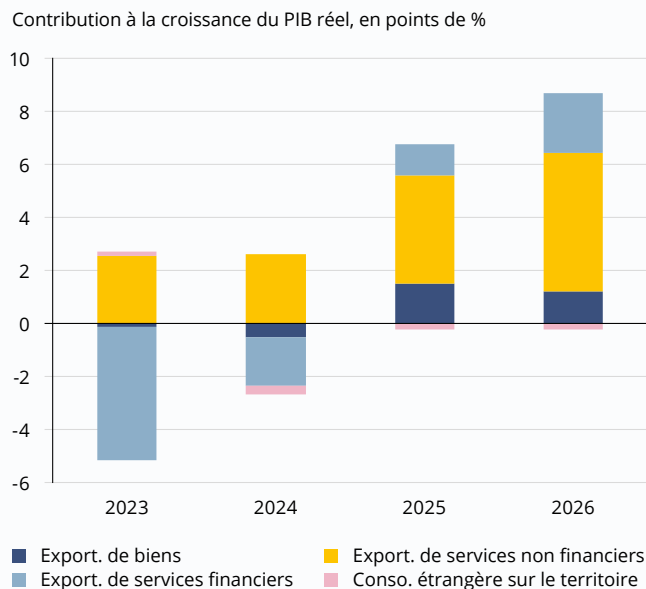
À partir de 2025, tous les secteurs devraient soutenir la croissance du PIB. La VAB du secteur privé non financier connaîtrait ainsi une croissance de 2.9% en 2025 et 2.3% en 2026. La VAB du secteur financier verrait une progression de +1.9% en 2025 et +2.7% en 2026. La VAB des services non marchands se stabiliserait, quant à elle, autour de 2%.

Le secteur financier pourrait bénéficier de la baisse des taux d'intérêt

La baisse des taux d'intérêt à court terme ouvre des perspectives favorables pour le secteur financier, amorçant une reprise après plusieurs années difficiles. En 2023 et 2024, la valeur ajoutée brute (VAB) des services financiers a enregistré des reculs marqués de respectivement -7.0% et -2.0%. Une reprise graduelle est toutefois attendue en 2025 (+1.4%) et 2026 (+2.7%), portée par des conditions monétaires plus accommodantes.

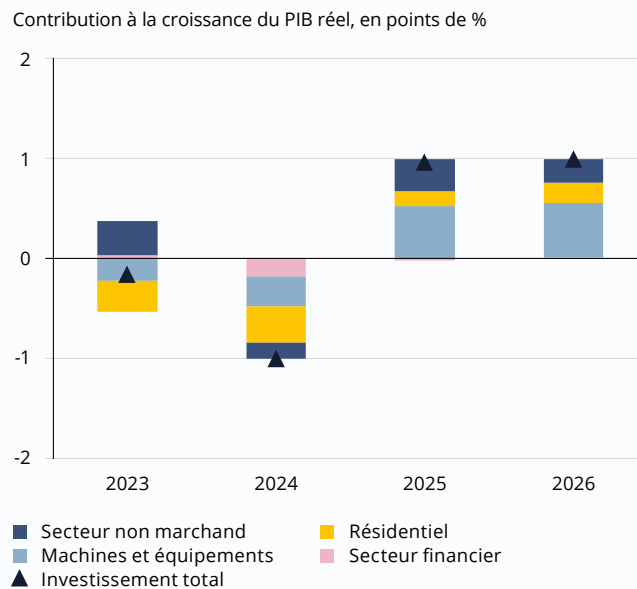
Cette relance est également soutenue par la remontée prévue des émissions d'actifs dans les organismes de placement collectif (OPC), qui profitent de la confiance renouvelée des investisseurs dans un contexte de taux bas. Cette croissance des OPC contribue à stimuler les flux financiers des banques, des activités auxiliaires et des exportations de services.

Graphique 2.17
Rebond des exportations...



Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Graphique 2.18
... et de l'investissement



Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Une productivité horaire toujours faible mais en amélioration

La productivité horaire dans le secteur privé non financier reste faible après une stagnation prolongée ces dernières années. Une reprise modérée est attendue à moyen terme, avec un taux de croissance moyen de 1.2% entre 2024 et 2026. Cependant, cette amélioration reste freinée par le rebond de l'emploi (+2.0% en 2026), qui dilue les gains de productivité par tête (cf. graphique 2.16).

Les exportations en volume favorisées par une reprise de la demande étrangère

Sous l'effet de la reprise attendue de l'activité économique en zone euro, les exportations commenceraient à s'améliorer. Après une année 2023 de forte contraction (-5.5%), les exportations des services financiers devraient connaître une moindre compression en 2024 (-2.1%) et retrouver un sentier positif ensuite avec +1.4% en 2025 et +2.7% en 2026.

Les exportations de biens devraient se rétablir en 2025 (+4.7%) et 2026 (+3.7%), après avoir reculé de 1.6% en 2024. Les services non financiers, quant à eux, garderaient une bonne cadence avec des exportations en expansion: +3.3% en 2024, +5% en 2025 et +6.2% en 2026.

L'investissement devrait être soutenu par les baisses de taux

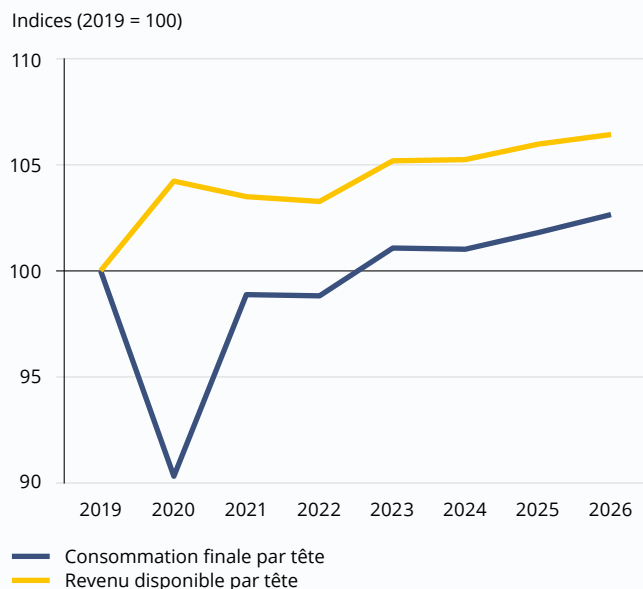
Fortement pénalisé par le niveau encore élevé des taux d'intérêt en zone euro, l'investissement total se contracterait de nouveau en 2024 (-6%), avant de s'accroître en 2025 (+6.1%) et 2026 (+6.2%) sous l'effet d'une politique monétaire moins contraignante.

Dans ce contexte, l'investissement résidentiel devrait encore afficher un repli important en 2024 (-12.4%), suivi d'un rebond en 2025 (+6%) et 2026 (+8%).

La baisse des taux d'intérêt devrait également relancer les investissements en machines et équipements. En chute depuis 2022, cette composante de l'investissement retrouverait une hausse à moyen terme: -3.7% en 2024, +6.7% en 2025 et +6.8% en 2026.

Graphique 2.19

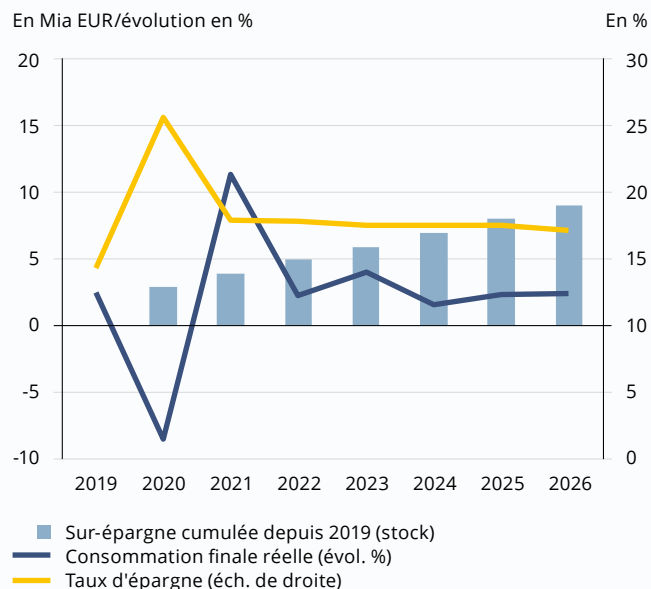
La consommation devrait continuer de progresser modestement...



Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Graphique 2.20

... et les ménages continueraient d'accumuler de l'épargne



Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Après -3.3% en 2024, les investissements dans le secteur non marchand devraient également connaître un rebond avec +7% en 2025 et +5% en 2026.

Les investissements dans le secteur financier (en volume) diminueraient en 2024 (-16.5%) et en 2025 (-3.1%) avant de se stabiliser en 2026 (+0.3%). Cette évolution peu favorable est à relativiser puisqu'entre 2018 et 2021, les investissements du secteur financier ont augmenté de 32% par an en moyenne.

Une reprise (modeste) de la consommation est attendue...

Au cours de la période récente, marquée par des crises successives, appréhender la consommation des ménages s'est avéré un exercice difficile. En effet, l'évolution de la consommation finale par tête au lendemain de la crise Covid semble peu dynamique par rapport à celle du revenu disponible par tête (cf. graphique 2.19). Tout au long de la période récente, le pouvoir d'achat (revenu disponible réel par tête) a été favorisé par certaines mesures budgétaires, de sorte qu'en 2024, ce dernier a gagné en cumul un peu plus de 4 points par rapport à la consommation, ce qui se traduit par une hausse bien connue et amplement commentée du taux d'épargne (cf. étude 7.2).

Sur l'horizon de prévision, le STATEC s'attend tout de même à une évolution de la consommation privée à nouveau plus favorable, sans toutefois retrouver les fortes dynamiques du passé: +1.6% par an en 2024 et +2.4% en 2025 et 2026.

... soutenue par l'épargne accumulée depuis la crise Covid

Cette reprise de la consommation devrait se faire aux dépens du taux d'épargne qui, malgré un niveau encore historiquement élevé, devrait continuer à diminuer.

Un élément qui peut aider à comprendre la résilience de l'épargne découle des estimations économétriques du STATEC. À long terme, chaque euro de revenu supplémentaire se traduit généralement par un euro de consommation. Cependant, à court terme, cette relation est plus faible, avec une élasticité d'environ 0.5. Cela signifie qu'une hausse du pouvoir d'achat, par exemple via un plafonnement des prix de l'énergie ou une baisse des impôts, n'est pas entièrement réinjectée dans l'économie par les dépenses des ménages. Une part importante de ce surplus est d'abord épargnée.

Tableau 2.2

Principales évolutions macroéconomiques

	Scénario central					Taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps ¹			Victoire sur l'inflation ²		
	1995-2023	2023	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	Évolution en % sauf si spécifié différemment										
Principaux agrégats											
PIB valeur (mia EUR)	.	79,31	83,46	87,28	91,49	83,40	84,72	88,60	83,61	88,65	92,36
Idem, évolution en %	6,1	2,3	5,2	4,6	4,8	5,2	1,6	4,6	5,4	6,0	4,2
RNB (mia EUR)	.	51,40	55,25	58,83	62,23	55,20	57,10	59,92	55,32	59,66	62,78
Idem, évolution en %	4,8	-1,6	7,5	6,5	5,8	7,4	3,4	4,9	7,6	7,8	5,2
PIB potentiel (vol.) ³	3,1	1,9	1,8	2,0	2,0	1,8	2,0	2,0	1,8	2,0	2,0
Écart de production (% du PIB pot.) ³	0,1	-1,4	-2,7	-2,2	-1,8	-2,8	-4,7	-4,6	-2,6	-1,1	-1,2
PIB vol.	3,0	-1,1	0,5	2,5	2,4	0,4	0,0	2,0	0,6	3,6	1,9
Emploi total intérieur	3,1	2,2	1,0	1,4	2,2	1,0	0,5	1,2	1,0	1,7	2,3
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4,6	5,2	5,7	5,9	5,7	5,7	6,3	6,3	5,7	5,8	5,6
Indice des prix à la consommation (IPCN)	2,0	3,7	2,0	2,1	1,8	2,0	2,5	1,6	2,0	2,0	2,0
Échelle mobile des salaires	2,0	5,7	2,5	1,7	2,3	2,5	1,9	2,5	2,5	1,7	2,3
Coût salarial moyen	2,8	7,3	2,2	3,0	2,4	2,1	2,8	2,2	2,2	3,2	2,4
Émissions de gaz à effet de serre ⁴	-2,2	-1,3	-4,4	-5,3	-6,1	-4,2	-6,1	-7,6	-4,4	-5,0	-5,7
Finances publiques											
Recettes totales	6,3	9,6	5,8	4,3	4,4	5,7	2,9	3,2	5,9	5,1	4,4
Dont: impôts	6,5	9,1	6,1	4,4	4,5	6,1	2,8	3,3	6,2	5,3	4,5
Dépenses	6,6	11,7	5,6	5,8	5,7	5,6	6,0	5,9	5,6	5,8	5,6
Solde public (% du PIB)	1,5	-0,7	-0,6	-1,3	-1,9	-0,6	-2,1	-3,4	-0,6	-0,9	-1,4

¹ Dans ce scénario défavorable, l'inflation s'avère plus tenace que prévu en raison de la hausse des prix de l'énergie liée aux inquiétudes sur la situation au Proche-Orient. La politique monétaire est à nouveau resserrée aux États-Unis et les baisses de taux directeurs dans la zone euro sont retardées. Les conditions de crédit se durcissent, ce qui pèse sur les marchés financiers et immobiliers. ² Dans ce scénario favorable, l'inflation se résorbe plus largement qu'escompté et converge rapidement vers la cible des 2%, incitant les banques centrales à considérablement abaisser leurs taux d'intérêt directeurs. Cet assouplissement plus net vient stimuler davantage les investissements, le marché immobilier, la consommation et les marchés financiers.

³ Pas de différence entre les différents scénarios pour la croissance potentielle. ⁴ Évolution annuelle moyenne 2005-2023; émissions de gaz à effet de serre (GES) attribuées au Luxembourg, i.e. hors émissions des entreprises soumises au système européen d'échange de quotas d'émissions (EU-ETS en anglais). Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

Des risques asymétriques...

Dans cette Note de conjoncture, les scénarios alternatifs retenus traitent de l'incertitude entourant la baisse des taux d'intérêt de la BCE et le repli de l'inflation. En dépit de la convergence des anticipations vers une poursuite des baisses de taux par la BCE au cours de 2025, l'ampleur des baisses reste incertaine.

Oxford Economics a simulé deux scénarios alternatifs, avec d'un côté une baisse des taux d'intérêt de court terme en zone euro bien plus faible que prévu, et, de l'autre légèrement plus forte. Les effets de ces scénarios apparaissent à partir de 2025 et sont asymétriques par rapport au scénario central qui table sur une croissance du PIB en zone euro à 1.2% en 2025 et 1.5% en 2026. Le scénario pessimiste "taux d'intérêt plus élevés pour plus longtemps" table sur une récession en zone euro avec une croissance du PIB à -0.2% en 2025 suivie d'une modeste reprise à +0.4% en 2026. Le scénario optimiste "victoire sur l'inflation" prévoit une croissance légèrement supérieure au scénario central: +1.5% en 2025 et +1.7% en 2026.

... qui se transmettent via le solde extérieur

Ces scénarios impactent asymétriquement les prévisions au Luxembourg. La croissance du PIB luxembourgeois serait ainsi de +0.4% en 2024, +0% en 2025 et 2% en 2026 dans le scénario pessimiste, contre, respectivement, +0.6%, +3.6% et +1.9% dans le scénario de victoire sur l'inflation.

Ces différences en termes de croissance sont principalement expliquées par les échanges extérieurs. Dans le scénario des taux d'intérêt plus élevés, la demande extérieure est très affaiblie et ainsi la mauvaise performance des exportations luxembourgeoises, notamment des services financiers, pèse sur la croissance. Dans le scénario optimiste, ce mécanisme est inversé, mais la demande extérieure ne s'améliore que de peu par rapport au scénario central.