



Économie
et prix

1-2025

NOTE DE CONJONCTURE

La situation économique au Luxembourg
Évolution récente et perspectives

STATEC

IMPRESSUM



Responsable de la publication

Tom Haas

Rédaction

Ferdy Adam

Laurent Braun

Michel Geller

Gabriel Gomes

Bastien Larue

Pauline Perray

Lena Rota

Jill Schaul

Véronique Sinner

Juin 2025

Date de clôture statistique:

6 juin 2025

ISSN 1019-6463

STATEC

Institut national de la statistique et des études économiques

Bâtiment Twist

12, boulevard du Jazz

L-4370 Belvaux

+352 247 - 84219

info@statec.etat.lu

www.statec.lu

© Photos:

Adobe Stock

La reproduction totale ou partielle de la présente note est autorisée à condition d'en citer la source.



SOMMAIRE



PRÉFACE	02
RÉSUMÉ ET FAITS PRINCIPAUX	04
01 CONJONCTURE INTERNATIONALE	08
02 ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE	16
03 INFLATION ET SALAIRES	32
04 MARCHÉ DU TRAVAIL	42
05 FINANCES PUBLIQUES	52
06 ÉNERGIE ET ÉMISSIONS	60
07 ÉTUDES THÉMATIQUES	68
Une guerre commerciale emplit d'incertitudes	70
La baisse de la productivité du travail au Luxembourg influencée par la rétention de main-d'œuvre?	78
De nouvelles équations de prévision de l'inflation trimestrielle au Luxembourg	89
LISTE DES ÉTUDES PUBLIÉES DANS LES DERNIÈRES NOTES DE CONJONCTURE	101

PRÉFACE

L'environnement économique mondial a été chahuté à plusieurs reprises depuis 2020. Une pandémie qui a engendré des perturbations des chaînes de valeur; la guerre russe en Ukraine qui a significativement renforcé la flambée inflationniste; la montée rapide des taux d'intérêt avec comme dommage collatéral l'effondrement de l'activité dans la construction.

On pensait avoir tout vu, et on pouvait s'attendre à ce que l'économie retrouve progressivement son régime de croisière. On en sait un peu plus aujourd'hui: 2025 ne sera pas l'année d'un retour à la normale. Au contraire, entre guerres militaires et guerre commerciale, les incertitudes économiques sont montées en flèche, à des niveaux jamais observés auparavant.

La guerre commerciale, déclenchée délibérément par le président des États-Unis, restera une source majeure d'incertitudes sur tout l'horizon de prévision. À la fin de cette Note de conjoncture, vous trouverez une étude qui donne une vue d'ensemble des annonces hasardeuses de ces derniers mois. La répercussion sur l'activité économique, internationale et nationale sera forcément négative. L'impact direct des tarifs sur l'économie luxembourgeoise dans son ensemble sera vraisemblablement limité, mais en tant que petite économie très ouverte, le Luxembourg est fortement exposé au ralentissement de la demande mondiale de biens, et surtout de services. Le secteur financier est de plus soumis à un risque de contagion, via les marchés boursiers et financiers.

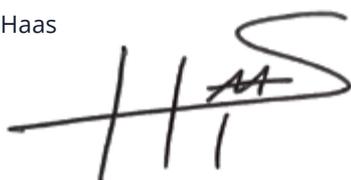
La dégradation de l'environnement économique international risque ainsi de prolonger davantage le piétinement de l'économie luxembourgeoise. La croissance s'est repliée au 1^{er} trimestre 2025 et les dernières estimations pour les années 2022, 2023 et 2024 dressent une image inquiétante d'une dépression conjoncturelle qui perdure. Quid d'un problème de nature structurelle? L'évolution historiquement faible de l'emploi tend en tout cas à confirmer une période de traversée du désert. A contrario, les recettes publiques florissantes ne ressemblent aucunement à une période de vaches maigres.

Ces indicateurs, de l'emploi ou encore des recettes publiques, sont retardés par rapport à l'activité, de sorte qu'ils ne permettent pas de prévoir un point de retournement éventuel de l'activité. Une politique monétaire et budgétaire expansive pourrait évidemment y contribuer. Les taux d'intérêt directeurs de la BCE sont enfin en territoire neutre, c'est-à-dire que leur niveau ne freine plus l'activité. D'un point de vue purement conjoncturel, il serait important qu'ils continuent à baisser, afin de soutenir les investissements, et plus généralement l'activité déprimée par les incertitudes. Parallèlement, une politique budgétaire expansive, comme les investissements massifs dans les infrastructures allemandes, permettrait d'alimenter une dynamique économique plus favorable.

Malgré tout, en intégrant les dernières données nationales et scénarios internationaux, les prévisions de cette Note de conjoncture sont forcément revues à la baisse: seulement 1% de croissance du PIB en 2025 et 2% en 2026. La progression de l'emploi se limiterait également à 1% en 2025 et 1.5% en 2026. Cette reprise plus que timide engendrerait ainsi des déficits publics à l'horizon 2026, à moins que les surprises positives du côté des recettes ne perdurent...

Le lecteur de cette Note trouvera, comme toujours, le détail de ces prévisions ainsi qu'une analyse synthétique des nombreux indicateurs conjoncturels. En ces temps incertains, on espère ainsi guider au mieux tous les intéressés!

Tom Haas

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized 'H' followed by 'AAS' and a large flourish.

RÉSUMÉ ET FAITS PRINCIPAUX

Tableau 1

Principales évolutions macroéconomiques au Luxembourg

	Scénario central				Correction des marchés ¹		Relance publique ²	
	1995-2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol.	3.0	1.0	1.0	2.0	0.3	1.6	1.0	2.1
Emploi total intérieur	3.1	1.1	1.0	1.5	0.7	1.2	1.0	1.6
Taux de chômage (% de la pop. active)	4.6	5.7	6.0	5.9	6.1	6.1	6.0	5.9
Indice des prix à la consommation (IPCN)	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	2.0
Coût salarial moyen	2.8	1.8	3.3	2.3	3.2	2.2	3.3	2.3
Solde public (% du PIB)	1.5	1.0	0.0	-0.9	-0.4	-1.3	0.0	-0.8
Émissions de gaz à effet de serre ³	-2.3	-4.0	-4.5	-4.9	-4.7	-5.3	-4.4	-4.8

¹ Dans ce scénario défavorable, les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduisent à un durcissement des conditions financières, les rendements plus élevés faisant grimper les taux de prêt et pesant sur les marchés boursiers.

² Dans ce scénario favorable, l'économie mondiale se renforce grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE.

³ Évolution 2005-2023.

Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Environnement international: Trumperie sur la marchandise

Les pressions inflationnistes ont diminué à l'échelle mondiale et laissé place à des politiques monétaires moins restrictives, particulièrement en zone euro. D'autres éléments liés au contexte international ont cependant évolué dans une direction moins favorable au cours des derniers mois, en particulier l'orientation de la politique commerciale américaine vers un relèvement massif des droits de douane. Beaucoup d'incertitudes règnent encore quant aux décisions qui seront effectivement adoptées dans ce domaine, que ce soit de la part des États-Unis ou d'autres pays. Ce manque de visibilité perturbe déjà les rouages de l'économie. L'ensemble des prévisionnistes ont en tout cas nettement revu à la baisse leurs perspectives d'activité mondiale pour cette année et l'année prochaine.

En zone euro, l'expansion prévue demeurerait ainsi faible en 2025, légèrement inférieure à 1%, soit en ligne avec celle de 2024, et ne se redresserait que timidement en 2026. Une correction des marchés financiers sur fond d'inquiétudes quant à la conduite de la politique économique américaine pourrait notamment réduire à peau de chagrin la progression de l'activité en zone euro l'année prochaine. Les risques baissiers entourant ces prévisions sont par ailleurs prédominants, considérant notamment l'escalade récente des tensions au Moyen-Orient.

Vers une expansion encore faible au Luxembourg en 2025 et 2026

Au Luxembourg, le redressement économique donne des signes de fébrilité à l'entrée de l'année. Après un fort rebond au 4^e trimestre 2024, le PIB en volume s'est replié à nouveau au 1^{er} trimestre 2025, sous l'effet notamment d'une rechute dans le secteur financier dont les résultats se sont montrés très volatils au cours des derniers trimestres. Des signaux un peu plus positifs sont à signaler du côté de l'industrie et de la construction, mais l'amélioration est encore très modeste et le niveau de l'activité dans ces deux branches demeure bien inférieur à celui qui prévalait au sortir de la crise pandémique (et avant la crise énergétique). Par ailleurs, si la confiance des entreprises de services non financiers s'est redressée depuis la mi-2024, elle montre une marche plus hésitante sur les premiers mois de 2025.

Ces développements, ainsi que la dégradation des perspectives de l'environnement économique international, laissent entrevoir une expansion de l'activité au Luxembourg bien moins prononcée que prévu dans les prévisions de l'automne dernier, avec une croissance du PIB revue à 1.0% en 2025 et 2.0% en 2026. Cette trajectoire repose notamment sur une amélioration progressive de la performance des activités marchandes, qui pourrait être amoindrie si les incertitudes relatives au contexte international venaient à déstabiliser davantage les marchés financiers.

Pressions limitées sur les prix et les salaires

L'inflation remonte légèrement au Luxembourg sur le début de 2025, mais ce mouvement s'explique surtout par des phénomènes isolés tels que la levée partielle des boucliers tarifaires sur l'énergie ainsi que la survenance d'une nouvelle tranche indiciaire en mai. Dans l'ensemble cependant, les pressions sur les prix à la consommation demeurent stables au Grand-Duché, à l'instar des tendances relevées en zone euro. Par ailleurs, et comme déjà observé en 2024, le Luxembourg continue à montrer une inflation relativement faible sur les services et l'alimentation comparé aux autres pays européens. La stabilité des prix ne devrait pas être mise en péril, au Luxembourg, sur les deux prochaines années. D'un côté, les tensions commerciales accrues ne se traduiraient pas par des pressions inflationnistes supplémentaires. De l'autre, les perspectives d'activité dégradées, aussi bien en zone euro qu'au Luxembourg, iront plutôt dans le sens à freiner la progression des prix.

Le STATEC prévoit ainsi une inflation légèrement inférieure à 2% tant en 2025 qu'en 2026, ce qui entraînerait une prochaine indexation des salaires au cours du 3^e trimestre 2026.

Sur fond de pressions inflationnistes contenues, l'inflation salariale a ralenti à travers la zone euro sur la fin de 2024 et le début de 2025. Au Luxembourg, ce freinage est notamment associé à l'espacement des tranches d'indexation. D'autre part, la baisse temporaire des cotisations patronales a limité la croissance des coûts salariaux en 2024, mais leur normalisation la supportera en 2025. Ainsi, pour cette année, une progression des coûts salariaux de 3.3% est anticipée, suivie de +2.3% en 2026.

Les créations d'emploi au plus bas, une amélioration timide attendue pour 2026

Le marché du travail demeure peu dynamique en zone euro, hormis dans les pays du Sud, notamment en Espagne. Au Luxembourg, la croissance de l'emploi a nettement ralenti depuis 2022 et semble se stabiliser à un niveau historiquement faible au tournant de 2024 et 2025, particulièrement dans les branches marchandes. Le taux de chômage continue à augmenter sur le début de l'année, mais de façon un peu moins prononcée que sur la fin de 2024, notamment sous l'effet d'une moindre baisse des effectifs de la construction. Certains indicateurs avancés de l'emploi envoient des signaux un peu plus positifs.

En lien avec l'amélioration de l'activité, le STATEC prévoit un renforcement modéré de la croissance de l'emploi et une baisse du chômage, mais seulement à partir de 2026. La progression des effectifs au Luxembourg resterait marquée par une contribution significative du secteur public, avec un meilleur soutien du secteur marchand l'année prochaine.

Excédent budgétaire en 2024, équilibre en 2025, déficit en 2026

Les recettes publiques ont affiché une très forte croissance de 10% en 2024 (un rythme similaire à 2023), stimulées principalement par les impôts sur les sociétés et le relèvement des taux de TVA. Les dépenses ont au contraire fortement freiné (passant de +12% en 2023 à +6% en 2024), en particulier les subventions et transferts liés à la crise énergétique. Cette croissance bien plus forte des recettes que des dépenses a engendré un excédent budgétaire de 1% du PIB en 2024.

Le solde public devrait repasser en territoire négatif à l'horizon 2026 (0% du PIB en 2025, -0.9% en 2026), sous l'effet d'un ralentissement important de la croissance des recettes, alors que les dépenses accéléreraient légèrement en 2025 avant de ralentir en 2026. Les recettes publiques devraient freiner avec l'allègement des impôts en faveur des ménages et sous l'hypothèse d'une perte d'élan des impôts sur les sociétés. Les dépenses seraient quant à elles stimulées par les prestations sociales, les salaires, l'investissement et les transferts.

Une moindre consommation d'énergies fossiles qui met les émissions sur la bonne trajectoire

L'économie mondiale demeure largement dépendante des énergies fossiles, qui représentent encore 80% de la consommation énergétique globale. Le marché pétrolier est marqué par des incertitudes, avec des prix du Brent au plus bas depuis 2021. Pour compenser le recul du gaz russe, l'Europe s'appuie fortement sur le gaz naturel liquéfié (GNL) qui atteint des niveaux d'importation record au printemps 2025.

Au Luxembourg, la consommation des énergies fossiles se contracte depuis plusieurs années, principalement en raison de la baisse des ventes de produits pétroliers. Le STATEC anticipe des baisses additionnelles des ventes de carburants et de livraisons de mazout de respectivement 3.5% et 6.5% en 2025, suivies de nouveaux reculs de même ampleur en 2026. Le rebond de la consommation de gaz et d'électricité, observé en 2024, s'est atténué au début de 2025.

En lien avec ces évolutions de la consommation énergétique, les émissions de gaz à effet de serre poursuivraient leur déclin. Le STATEC estime qu'elles auraient reculé de 4% en 2024 et prévoit des réductions supplémentaires de 4.5% en 2025 et de 5% en 2026. Cette tendance permettrait au Luxembourg de rester aligné sur les objectifs du Plan national intégré en matière d'énergie et de climat (PNEC).



01

**CONJONCTURE
INTERNATIONALE**



Les pressions inflationnistes ont diminué à l'échelle mondiale et laissé place à des politiques monétaires moins restrictives, particulièrement en zone euro. D'autres éléments liés au contexte international ont cependant évolué dans une direction moins favorable au cours des derniers mois, en particulier l'orientation de la politique commerciale américaine vers un relèvement massif des droits de douane. Beaucoup d'incertitudes règnent encore quant aux décisions qui seront effectivement adoptées dans ce domaine, que ce soit de la part des États-Unis ou d'autres pays. Ce manque de visibilité perturbe déjà les rouages de l'économie. L'ensemble des prévisionnistes ont en tout cas nettement revu à la baisse leurs perspectives d'activité mondiale pour cette année et l'année prochaine.

En zone euro, l'expansion prévue demeurerait ainsi faible en 2025, légèrement inférieure à 1%, soit en ligne avec celle de 2024, et ne se redresserait que timidement en 2026. Une correction des marchés financiers sur fond d'inquiétudes quant à la conduite de la politique économique américaine pourrait notamment réduire à peu de chagrin la progression de l'activité en zone euro l'année prochaine. Les risques baissiers entourant ces prévisions sont par ailleurs prédominants, considérant notamment l'escalade récente des tensions au Moyen-Orient.

Tableau 1.1

Prévisions de la Commission européenne

	PIB à prix constants			Prix à la consommation			Nombre de chômeurs			Solde budgétaire		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	Variation en %			Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB		
Belgique	1.0	0.8	0.9	4.3	2.8	1.8	5.7	6.1	5.8	-4.5	-5.4	-5.5
Allemagne	-0.2	0.0	1.1	2.5	2.4	1.9	3.4	3.6	3.3	-2.8	-2.7	-2.9
Irlande	1.2	3.4	2.5	1.3	1.6	1.4	4.3	4.3	4.4	4.3	0.7	0.1
Grèce	2.3	2.3	2.2	3.0	2.8	2.3	10.1	9.3	8.7	1.3	0.7	1.4
Espagne	3.2	2.6	2.0	2.9	2.3	1.9	11.4	10.4	9.9	-3.2	-2.8	-2.5
France	1.2	0.6	1.3	2.3	0.9	1.2	7.4	7.9	7.8	-5.8	-5.6	-5.7
Italie	0.7	0.7	0.9	1.1	1.8	1.5	6.5	5.9	5.9	-3.4	-3.3	-2.9
Luxembourg ¹	1.0	1.7	2.0	2.3	2.1	1.8	6.4	6.6	6.4	1.0	-0.4	-0.5
Pays-Bas	1.0	1.3	1.2	3.2	3.0	2.0	3.7	3.9	4.0	-0.9	-2.1	-2.7
Autriche	-1.2	-0.3	1.0	2.9	2.9	2.1	5.2	5.3	5.2	-4.7	-4.4	-4.2
Portugal	1.9	1.8	2.2	2.7	2.1	2.0	6.5	6.4	6.3	0.7	0.1	-0.6
Finlande	-0.1	1.0	1.3	1.0	1.7	1.5	8.4	8.6	8.3	-4.4	-3.7	-3.4
Danemark	3.7	3.6	2.0	1.3	1.6	1.5	6.2	6.2	6.3	4.5	1.5	0.6
Suède	1.0	1.1	1.9	2.0	2.2	1.6	8.4	8.7	8.4	-1.5	-1.5	-0.8
UE	1.0	1.1	1.5	2.6	2.3	1.9	5.9	5.9	5.7	-3.2	-3.3	-3.4
Zone euro	0.9	0.9	1.4	2.4	2.1	1.7	6.4	6.3	6.1	-3.1	-3.2	-3.3
Royaume-Uni	1.1	1.0	1.3	3.3	3.6	2.6	4.3	4.4	4.4	-6.0	-5.3	-4.4
Japon	0.1	0.7	0.6	2.7	2.6	2.3	2.6	2.5	2.5	-2.5	-2.8	-3.0
États-Unis	2.8	1.6	1.6	2.9	3.0	2.3	4.0	4.3	4.5	-7.5	-6.7	-5.8

¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC. Source: Commission européenne (19.05.2025)

¹ Elle tournait autour de 2% sur les années pré-Covid.

Une économie mondiale encore dynamique en 2024...

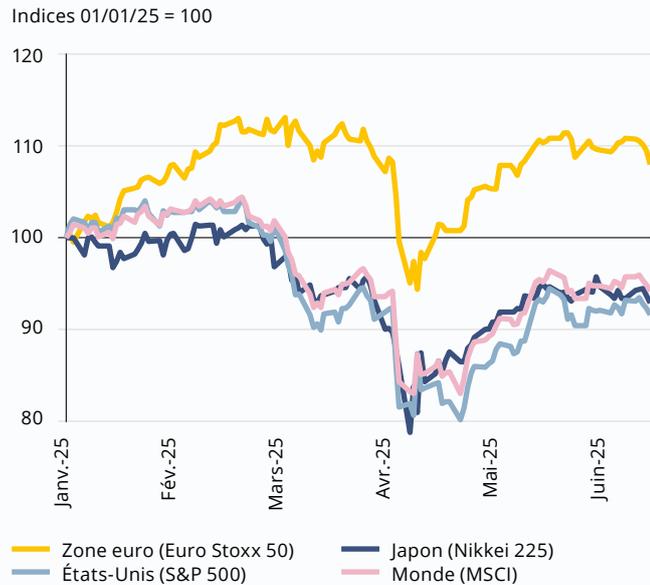
La croissance mondiale est demeurée solide en 2024 (+3.3% selon les données de la Commission européenne), portée notamment par le dynamisme des États-Unis (+2.8%), de la Chine (+5.0%, conforme à la décimale près à l'objectif annoncé par les autorités chinoises) et de l'Inde (+6.5%, marquant toutefois un ralentissement par rapport aux années précédentes). Sous l'effet du reflux de l'inflation, les politiques monétaires ont pris une tournure plus accommodante et majoritairement opté pour des baisses de taux d'intérêt (voir ci-après). Sur ce point, tous les pays n'ont cependant pas été logés à la même enseigne: au Japon, l'inflation est demeurée élevée et supérieure à la progression des salaires, entraînant une chute de la consommation (le pays s'est retrouvé en quasi-stagnation). L'inflation s'est nettement rétractée en Europe, mais sans pour autant redynamiser significativement l'économie: en zone euro, la croissance est restée inférieure à 1%¹. L'Allemagne, enchaînant une deuxième année consécutive de légère récession, a nettement pesé sur ce résultat, contrairement à l'Espagne qui a repris le rôle de locomotive.

... mais l'horizon s'est nettement assombri à l'entrée de 2025

Le contexte économique international a sensiblement évolué depuis le début de l'année, sous l'effet majeur de la nouvelle politique commerciale américaine. Conformément à ses annonces de campagne, et comme il l'avait déjà fait au cours de son premier mandat, le président Trump a choisi le levier des droits de douane pour protéger l'économie américaine d'une concurrence internationale jugée déloyale. Mais cette fois-ci, il a frappé bien plus fort, en annonçant des taux d'application extrêmement élevés (il faut remonter à plus d'un siècle en arrière pour retrouver de tels niveaux). Cette décision, qui semble davantage portée par des motivations idéologiques que par une réflexion économique – considérant le contenu en importations élevé des produits manufacturés consommés par les Américains – comporte de nombreux risques, pour les États-Unis eux-mêmes et pour leurs principaux partenaires commerciaux. Les effets attendus incluent notamment une baisse de l'activité économique et du commerce mondial, une désorganisation des chaînes de production et une résurgence de l'inflation (aux États-Unis en particulier et dans les pays qui prendraient des mesures de rétorsion significatives sur les importations de produits américains). Par ailleurs, les nombreux revirements de décisions sur l'application effective de ces droits de douane renforcent considérablement l'incertitude, ce qui n'est jamais bon pour les investisseurs (de la sphère réelle ou financière).

Graphique 1.1

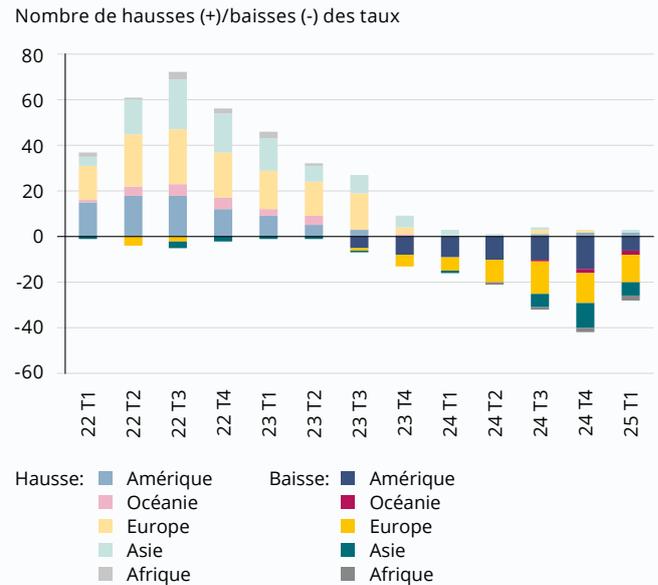
Sur des marchés chahutés, les indices européens font bonne figure



Source: Macrobond

Graphique 1.2

La baisse des taux directeurs se poursuit



Sources: BRI, calculs STATEC

Turbulences sur les marchés financiers

Les multiples annonces sur les modifications des droits de douane déstabilisent les marchés boursiers. En témoigne la forte hausse des indices de volatilité des actions, obligations et devises sur les principaux marchés mondiaux. Le baromètre de la peur (le VIX, qui mesure la volatilité du S&P 500) a grimpé en avril à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le début de la crise sanitaire.

Les cours des actions ont fortement chuté en mars et en avril (cf. graphique 1.1). Dans cette tourmente, la zone euro a toutefois moins souffert. L'indice boursier européen affiche ainsi une croissance de 9.4% sur les cinq premiers mois de 2025, alors que le S&P 500 américain avait tout juste retrouvé son niveau de décembre 2024 à la fin du mois de mai² et le Nikkei 225 du Japon n'avait pas encore remonté la pente (-6%). L'euro s'est apprécié face aux devises des principaux partenaires commerciaux, le taux de change effectif nominal de la zone euro atteignant le 22 avril un niveau record depuis la création de la zone. La demande pour les obligations souveraines s'est accrue pour la zone euro, alors qu'elle a diminué pour les bons du Trésor américain (valeurs refuges habituellement privilégiées en cas de hausse du risque) en raison d'une certaine défiance sur la dette américaine³ et des ventes automatiques de certains fonds spéculatifs.

La plupart des grandes économies avancées ont continué à réduire les taux d'intérêt directeurs sur les derniers mois (cf. graphique 1.2). En zone euro, quatre baisses ont déjà eu lieu cette année (huit depuis juin 2024) et une supplémentaire est attendue après l'été selon le FMI et l'OCDE, compte tenu de la prédominance des risques baissiers sur les perspectives d'inflation et de croissance⁴. Aux États-Unis, le taux directeur devrait être moins abaissé que ce qui était escompté à l'automne 2024 (voire pas abaissé du tout), avec des prévisions d'inflation au-dessus de l'objectif, quel que soit le scénario sur les droits de douane. Un assouplissement progressif est également prévu au cours des deux prochaines années en Australie et au Royaume-Uni. Au Canada, les taux directeurs devraient être encore abaissés, avec une ampleur très incertaine (celle-ci dépendra beaucoup des décisions sur les droits de douane). Au Japon et au Brésil par contre, les taux directeurs devraient être relevés progressivement pour garantir que les anticipations d'inflation restent bien ancrées.

- 2 Converti en euros, il affiche tout de même une baisse de 8% sur les cinq premiers mois de 2025.
- 3 L'agence de notation Moody's a d'ailleurs ôté aux États-Unis la notation suprême sur sa dette (Aaa), devenue trop lourde et trop coûteuse, et s'attend à un déficit de 9% d'ici 2035 lié "à la hausse des charges d'intérêt sur la dette, la hausse des dépenses et une génération de revenus assez faible".
- 4 La BCE a d'ailleurs réduit en juin ses prévisions d'inflation pour 2025 et 2026. La croissance atone (liée aux effets négatifs des droits de douane), conjuguée à la baisse des coûts de l'énergie et à l'appréciation de l'euro, freinera les pressions sur les prix.

Graphique 1.3

Les échanges internationaux de marchandises stimulés par l'anticipation des relèvements de droits de douane...

Indices janv. 22 = 100

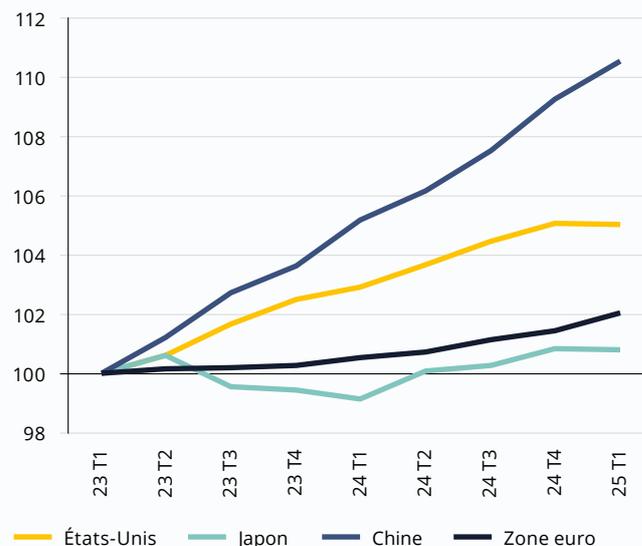


Source: CPB Netherlands

Graphique 1.4

... avec un impact à la baisse sur le PIB des États-Unis

PIB en volume, 2023 T1 = 100



Source: Eurostat

5 D'après l'enquête auprès des consommateurs de l'Université du Michigan, les anticipations d'inflation à un an sont passées de 2.6% en novembre 2024 à 6.6% en mai 2025 (elles retombent à 5.1% d'après les données provisoires de juin).

6 Les indices PMI d'activité pour la Chine se sont légèrement repliés en février et mars puis se sont redressés de manière quasi symétrique sur les deux mois suivants.

7 La plupart des prévisionnistes tablaient déjà à l'automne dernier sur une croissance en Chine inférieure à 5% en 2025 et 2026 (grosso modo à 4.5%), et les éléments liés aux tensions commerciales ont abaissé le résultat attendu à un chiffre très proche de 4% pour ces deux années.

Vers un ralentissement aux États-Unis et en Chine

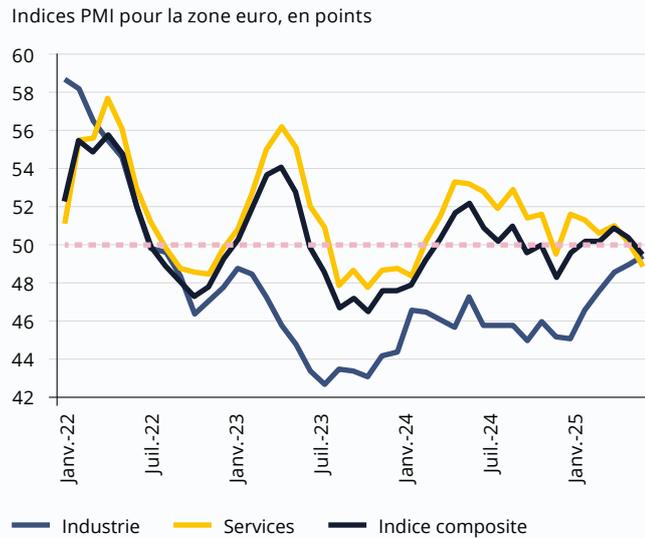
Après onze trimestres consécutifs d'expansion, le PIB des États-Unis s'est légèrement rétracté au 1^{er} trimestre 2025. Ce mouvement est surtout lié à une progression inhabituelle des importations de biens, avant que les droits de douane ne soient relevés. La consommation des ménages a par ailleurs marqué un certain ralentissement et la consommation publique a reculé (en lien notamment avec les coupes effectuées dans les dépenses fédérales). Les dépenses d'investissement ont par contre nettement rebondi (surtout en machines et équipement), là aussi potentiellement à cause de la perspective du relèvement des droits de douane. L'inflation a ralenti sur le début de l'année mais demeure supérieure à la cible des 2% et les anticipations d'inflation des consommateurs se sont nettement redressées⁵.

En Chine, l'activité donnait des signes de ralentissement sur la fin de 2024, mais elle a néanmoins bien résisté, soutenue notamment par les mesures engagées pour stimuler le secteur immobilier. Les enquêtes de conjoncture des derniers mois indiquent que l'économie chinoise demeurerait en expansion, mais avec une trajectoire encore hésitante⁶. Si le secteur immobilier et l'industrie ont vu leur valeur ajoutée se redresser sur les deux derniers trimestres (24 T4 et 25 T1), les activités de services montrent plutôt une perte d'élan. La consommation des ménages chinois demeure peu dynamique (sur fond de légère déflation au cours des derniers mois). Les perspectives pour cette année et l'année prochaine dépendront largement de l'évolution des relations commerciales avec les États-Unis⁷.

Au Japon, malgré un repli du PIB au 1^{er} trimestre 2025, la demande intérieure est restée bien orientée et devrait poursuivre sur cette voie pour le reste de l'année. L'investissement des entreprises en particulier, soutenu par les bénéfices élevés, a significativement augmenté. Les revalorisations de salaires (notamment celles négociées en mai) vont venir renforcer le pouvoir d'achat et stimuler la consommation. Les ménages nippons ont en effet vu l'inflation se renforcer considérablement depuis 2022 (alors qu'elle était pratiquement inexistante sur les années antérieures), sous l'effet notable de la hausse des prix de l'énergie importée et de la dépréciation simultanée du yen. Si des effets négatifs sont attendus sur les exportations avec la hausse des droits de douane américains, la croissance de l'archipel devrait rebondir à +0.7% en 2025 (après seulement +0.1% en 2024).

Graphique 1.5

Des signaux moins positifs du côté des services au 2^e trimestre

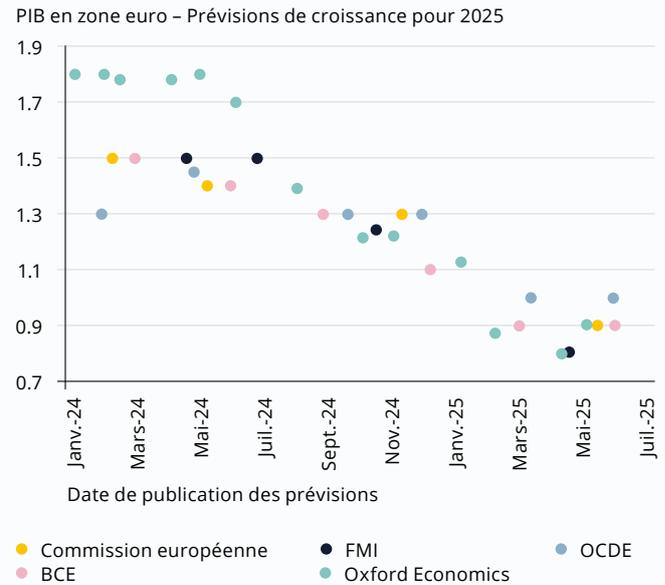


Note: Le seuil de 50 points marque la limite entre contraction et expansion de l'activité.

Sources: HCOB, S&P Global

Graphique 1.6

Des prévisions de croissance en zone euro fortement revues à la baisse pour 2025



Sources: Comme indiquées

Zone euro: un bon début d'année, mais des signaux inquiétants du côté des services

Au 1^{er} trimestre 2025, le PIB de la zone euro a progressé de 0.6%⁸ sur un trimestre (après +0.3% au 4^e trimestre 2024). Parmi les principales économies de la zone euro, l'Espagne demeure l'une des plus dynamiques, avec une hausse de 0.6% sur un trimestre. L'activité y est portée par l'ensemble des composantes de la demande intérieure (consommation privée, publique et investissements, avec une contribution de 0.4 point de %) ainsi que de la demande extérieure (0.2 point). L'Allemagne reprend du souffle avec un PIB en hausse de 0.4%, son meilleur résultat depuis plus de deux ans. Le commerce extérieur y a largement contribué, avec un net rebond des exportations de biens, notamment des produits pharmaceutiques, des voitures et des remorques, soit des catégories d'exportations importantes pour le marché américain. Ce mouvement est susceptible d'être lié aux anticipations de hausse des tarifs douaniers américains⁹ et pourrait ainsi n'être que temporaire. La consommation des ménages allemands (+0.5%) s'est cependant montrée plus dynamique que sur les précédents trimestres et l'investissement aussi (en hausse pour le 2^e trimestre consécutif aussi bien pour la construction que pour les machines et équipements). L'Italie enregistre également un bon résultat, avec une progression de 0.3% (la plus forte depuis deux ans), sous l'effet notable des performances de son secteur agricole et de l'industrie. La France montre un rebond modéré, de +0.1% sur un trimestre (après une baisse de 0.1% au 4^e trimestre, marqué par le contrecoup des Jeux olympiques). Cette reprise modeste résulte surtout d'un accroissement des stocks, les autres composantes de la demande témoignant d'un climat moins porteur¹⁰.

Les perspectives pour le 2^e trimestre sont moins favorables, les enquêtes de conjoncture signalant une dégradation du ressenti des entreprises. L'indice composite d'activité PMI pour la zone euro s'était déjà replié en avril et poursuit le mouvement en mai, repassant pour la première fois depuis 5 mois sous la barre des 50 points (cf. graphique 1.5), indiquant une légère contraction de l'activité. Ce repli provient des activités de services, qui signalent en particulier la faiblesse de la demande intérieure. Cette perte d'élan du côté des services se ressent également au Luxembourg (cf. chapitre 2). Les opinions des industriels de la zone euro tendent par contre à s'améliorer, l'indice d'activité correspondant de l'enquête PMI remontant pour le cinquième mois consécutif en mai.

⁸ Ce résultat a été nettement revu à la hausse par rapport à l'estimation précédente, de seulement +0.4%. Ce sont surtout les chiffres de l'Irlande, extrêmement volatils, qui ont été révisés (avec une hausse maintenant proche de 10%). Hors Irlande, le PIB de la zone euro ressort en hausse de 0.3% (contre +0.1% au 4^e trimestre 2024).

⁹ https://www.destatis.de/EN/Press/2025/05/PE25_182_811.html

¹⁰ Avec notamment une stagnation de la consommation des ménages, un repli de l'investissement (-0.2%, après déjà une baisse de 0.1% au trimestre précédent) et une contribution négative du commerce extérieur (avec une baisse des exportations de 0.7%, contre +0.2% au T4 2024).

Tableau 1.2

Principales hypothèses internationales

	Scénario central				Correction des marchés ¹		Relance publique ²	
	1995-2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol. zone euro	1.5	0.8	0.8	1.0	0.7	0.2	1.0	1.4
Demande mondiale (biens, vol.)	3.9	-1.0	1.1	-0.7	0.9	-1.8	1.3	0.1
Demande mondiale (services, vol.)	4.2	3.5	1.8	2.1	1.8	1.7	1.9	2.3
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	4.1	14.0	4.6	-0.1	-1.3	-1.6	4.7	0.9
Prix PIB zone euro	1.9	2.9	2.3	2.1	2.3	1.9	2.3	2.1
Prix pétroliers (USD/baril)	57.7	80.5	67.5	67.1	66.8	61.8	67.8	69.8
Taux de change (EUR/USD)	1.19	1.08	1.09	1.10	1.08	1.09	1.09	1.12
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. act.)	8.4	6.3	6.4	6.3	6.5	6.4	6.4	6.3
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.1	3.6	2.2	2.1	2.2	1.8	2.2	2.3
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.5	3.0	3.3	3.4	3.6	3.8	3.1	3.4

¹ Dans ce scénario défavorable, les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduisent à un durcissement des conditions financières, les rendements plus élevés faisant grimper les taux de prêt et pesant sur les marchés boursiers.

² Dans ce scénario favorable, l'économie mondiale se renforce grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE.

Source: Oxford Economics (2025-2026: prévisions)

11 Ce résultat, fourni par Oxford Economics (comme toutes les autres hypothèses relatives à l'environnement international), est identique à la prévision formulée par le FMI, et légèrement inférieure à celle de la Commission européenne (+0.9%) et de l'OCDE (+1.0%).

12 Le prix du pétrole s'est cependant significativement redressé à l'approche de la clôture de rédaction de cette Note du fait de l'escalade des tensions entre Israël et l'Iran, ce qui constitue un facteur de risque baissier supplémentaire sur les perspectives d'activité.

Par rapport aux prévisions publiées dans la Note de conjoncture de décembre dernier, la croissance prévue pour la zone euro est revue à la baisse pour 2025 et 2026, en ligne avec la tendance relevée dans les prévisions des institutions internationales au cours des derniers mois (cf. graphique 1.6). Le PIB afficherait ainsi une faible progression de l'ordre de 0.8%¹¹ en 2025 (contre 1.2% auparavant) et de 1.0% pour 2026 (contre 1.5% précédemment). La demande mondiale (à la fois pour les biens et les services) serait bien moins dynamique et les prix pétroliers beaucoup plus faibles qu'anticipé en fin d'année 2024¹². Le taux d'intérêt à long terme poursuivrait sa hausse sous l'effet d'une augmentation des risques économiques et le taux de court terme pourrait être moins abaissé que prévu (à 2.2% en 2025, contre 2.0% dans les prévisions de décembre).

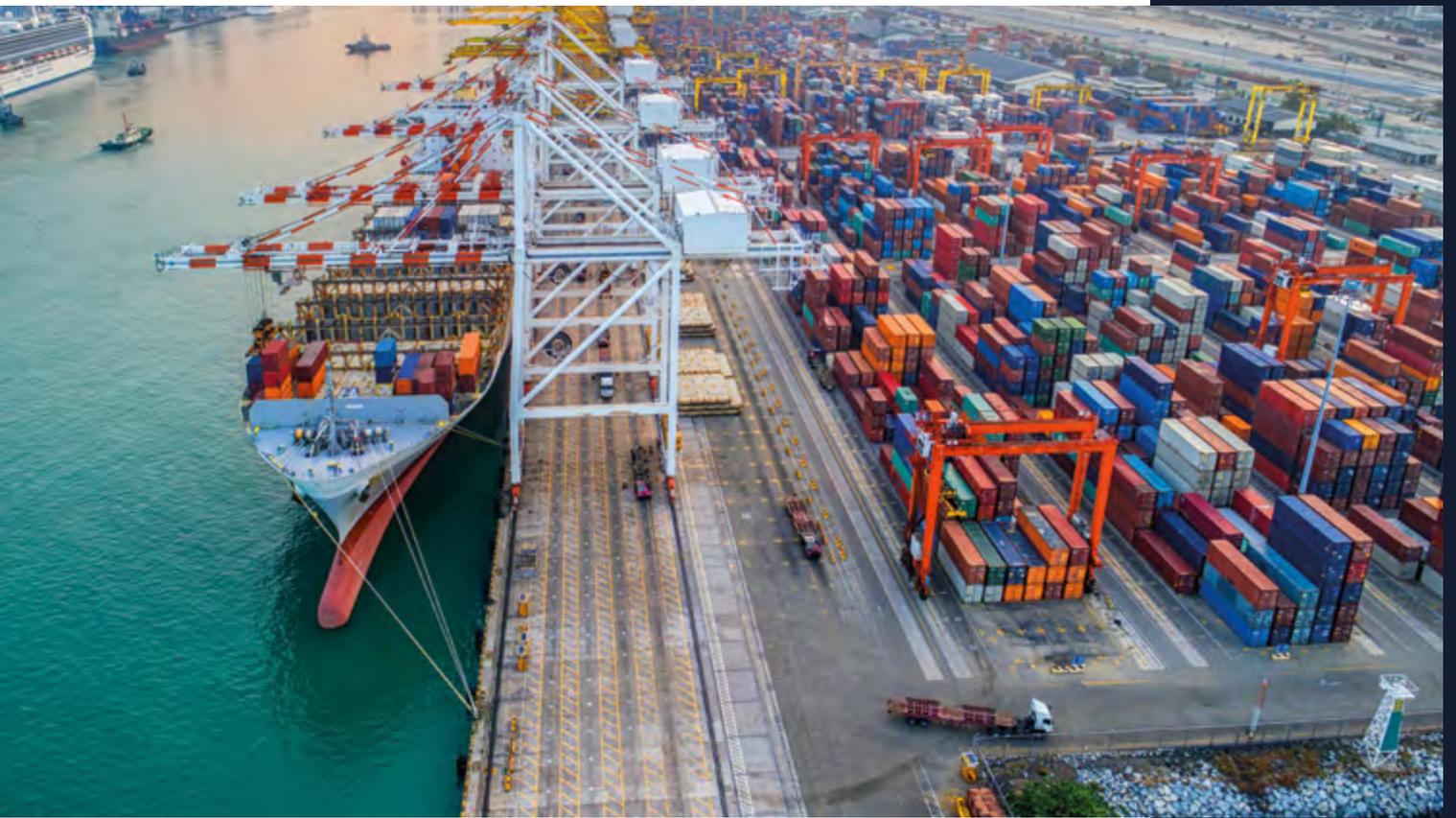
Scénarios alternatifs et risques

Les deux scénarios alternatifs relatifs aux politiques budgétaires ne sont pas symétriques en termes d'impacts par rapport au scénario central (cf. tableau 1.2).

Dans le scénario défavorable ("Correction des marchés"), les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduiraient dès 2025 à une chute des valorisations en bourse et une hausse plus prononcée des taux à long terme. La croissance du PIB en zone euro et la demande mondiale seraient fortement diminuées en 2026.

Dans le scénario favorable ("Relance publique"), l'économie mondiale se renforcerait grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE. Cette dynamique donnerait un coup d'accélérateur aux échanges de biens au sein de la zone euro, améliorant la croissance du PIB de +0.2 point de % en 2025 et de +0.4 point en 2026 par rapport au scénario central.

L'incertitude entourant ces prévisions est particulièrement élevée, notamment avec les multiples annonces et revirements sur les modifications des droits de douane des États-Unis. Une étude spécifique y est consacrée à la fin de cette Note (cf. étude 7.1). Dans ses prévisions de mai, Oxford Economics estime que dans le pire des cas, les droits de douane qui seront appliqués réduiraient la croissance mondiale de 0.2 point de % par rapport au scénario central en 2025 (-0.1 point de % en zone euro) et de 1.6 point de % en 2026 (-0.9 point de % en zone euro).



Dans le meilleur des cas, ils augmenteraient la croissance de 0.1 point de % en 2025 et de 0.2 point de % en 2026 par rapport aux prévisions du scénario central (idem en zone euro).



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



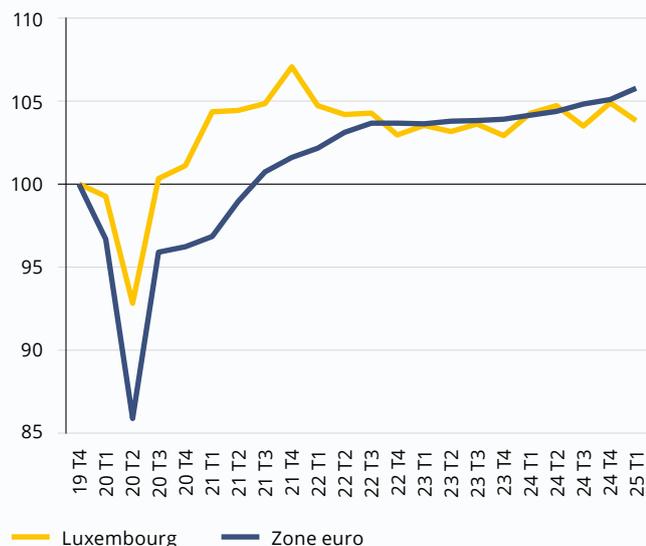
Au Luxembourg, le redressement économique donne des signes de fébrilité à l'entrée de l'année. Après un fort rebond au 4^e trimestre 2024, le PIB en volume s'est replié à nouveau au 1^{er} trimestre 2025, sous l'effet notamment d'une rechute dans le secteur financier dont les résultats se sont montrés très volatils au cours des derniers trimestres. Des signaux un peu plus positifs sont à signaler du côté de l'industrie et de la construction, mais l'amélioration est encore très modeste et le niveau de l'activité dans ces deux branches demeure bien inférieur à celui qui prévalait au sortir de la crise pandémique (et avant la crise énergétique). Par ailleurs, si la confiance des entreprises de services non financiers s'est redressée depuis la mi-2024, elle montre une marche plus hésitante sur les premiers mois de 2025.

Ces développements, ainsi que la dégradation des perspectives de l'environnement économique international, laissent entrevoir une expansion de l'activité au Luxembourg bien moins prononcée que prévu dans les prévisions de l'automne dernier, avec une croissance du PIB revue à 1.0% en 2025 et 2.0% en 2026. Cette trajectoire repose notamment sur une amélioration progressive de la performance des activités marchandes, qui pourrait être amoindrie si les incertitudes relatives au contexte international venaient à déstabiliser davantage les marchés financiers.

Graphique 2.1

Une évolution en dents de scie pour le PIB luxembourgeois au croisement de 2024 et 2025...

PIB à prix constants, indices 2019 T4 = 100

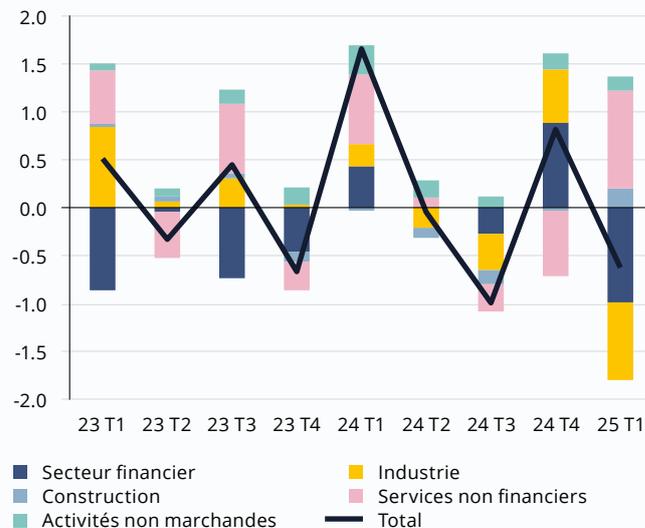


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.2

... qui se retrouve dans la valeur ajoutée des principales branches

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



Source: STATEC

1 Valeur ajoutée = PIB – impôts sur la production + subventions sur la production.

2 Il s'agit d'une production sous-traitée à l'étranger par des entreprises domestiques, mais dont elles ont la propriété, et qui de ce point de vue est comptabilisée selon les règles de la comptabilité nationale comme production au Luxembourg. Mais cette production (par ailleurs très volatile) diverge largement de celle basée sur les enquêtes mensuelles d'activité, qui correspond effectivement à la production physiquement réalisée au Luxembourg.

Une reprise pour le moins hésitante

Le PIB du Luxembourg a renoué avec une tendance légèrement croissante depuis le début de 2024, mais cette reprise semble encore hésitante. Après un net rebond au 4^e trimestre 2024, le PIB s'est de nouveau rétracté au 1^{er} trimestre 2025 (-1.0% sur un trimestre). Ce repli s'explique en partie par celui des impôts (diminués des subventions) sur la production, lié principalement aux taxes perçues sur les ventes de tabac qui avaient fortement augmenté au 4^e trimestre (par anticipation d'une hausse des prix du tabac au 1^{er} janvier 2025). Ainsi, la baisse de la valeur ajoutée¹ est moins prononcée que celle du PIB au 1^{er} trimestre, mais reste tout de même conséquente (-0.6% sur un trimestre). De fait, les branches qui avaient le plus contribué à la progression du 4^e trimestre, à savoir le secteur financier et l'industrie, sont celles qui plombent l'évolution sur le début de 2025. Des signaux favorables se dégagent pourtant au 1^{er} trimestre pour les activités financières – comme le niveau relativement élevé des investissements nets dans les OPC – mais d'autres éléments ont pesé sur les résultats (voir ci-après). Concernant l'industrie, la forte baisse de la valeur ajoutée enregistrée au 1^{er} trimestre relève surtout d'effets liés au travail à façon² (toll manufacturing), qui sont souvent à l'origine des fluctuations observées pour cette branche et qui sont difficiles à appréhender du point de vue conjoncturel.

À l'inverse, les services non financiers (marchands), qui avaient tiré la valeur ajoutée à la baisse au 2^e semestre 2024, ont constitué un facteur de soutien sur le début de l'année en cours. C'est le cas en particulier des services d'information et communication, qui marquent un net rebond après 3 trimestres consécutifs de baisse, et, dans une moindre mesure, des branches du commerce et des transports. Les services aux entreprises poursuivent cependant sur une tendance de légère baisse, notamment liée aux résultats des activités comptables et de celles des sièges sociaux. La construction, dont la valeur ajoutée s'est nettement résorbée depuis 2021, relève par ailleurs la tête en début d'année, en accord avec l'amélioration des opinions exprimées par les entrepreneurs dans les enquêtes de conjoncture au cours des derniers mois (voir ci-après).

La tendance de fond, au-delà de cette trajectoire en dents de scie, reflète clairement un manque de dynamisme. Et le profil des deux derniers trimestres, forte hausse au 4^e trimestre 2024 puis forte baisse au 1^{er} trimestre 2025, se concrétise par un acquis de

Tableau 2.1

PIB et composantes de la demande

Nace rév. 2	Année					Trimestre			
	2020	2021	2022	2023	2024	24 T2	24 T3	24 T4	25 T1
	Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Dépense de consommation finale des ménages	-7.7	11.4	6.6	2.0	1.3	1.3	1.2	0.4	-0.4
Dépense de consommation finale des adm. pub.	7.6	4.8	4.0	1.5	4.9	1.2	0.8	0.9	1.2
Formation brute de capital fixe	-4.1	14.6	-13.9	-6.4	-7.3	-5.1	-3.5	-3.0	5.2
Exportations de biens et de services	1.9	11.3	1.5	-0.3	0.3	1.2	0.1	1.7	-0.4
Exportations de biens	-9.6	3.9	-0.6	2.7	0.3	-1.0	-0.2	3.2	-2.2
Exportations de services	5.8	12.9	1.9	-1.1	0.6	1.3	0.5	1.5	0.0
Exportations de services financiers	2.7	9.0	-3.4	-3.7	-3.0	1.9	-1.0	2.3	-2.2
Exportations de services non financiers	10.1	18.0	8.6	1.7	4.3	0.6	2.0	0.8	2.2
Importations de biens et de services	1.4	13.4	2.4	0.4	-0.3	1.2	0.5	1.7	0.1
Importations de biens	-8.5	14.8	-3.8	-2.2	-1.4	-1.0	0.8	2.1	-1.6
Importations de services	5.4	12.8	3.5	1.1	0.4	1.2	0.8	1.6	0.9
Importations de services financiers	4.1	8.6	-3.9	-3.1	-4.3	2.1	-1.8	2.5	-1.5
Importations de services non financiers	6.5	16.1	8.9	3.9	3.2	0.7	2.3	1.0	2.3
PIB	-0.5	6.9	-1.1	-0.7	1.0	0.5	-1.2	1.3	-1.0

¹ Données désaisonnalisées

Source: STATEC (Comptes nationaux, données en volume)

croissance particulièrement défavorable pour l'année en cours, de -0.5%³ (contre +0.8% à l'issue de la publication des résultats du 4^e trimestre).

Léger repli de la consommation des ménages et rebond de l'investissement au 1^{er} trimestre 2025

Même si elle demeure globalement sur une trajectoire favorable, la consommation des ménages a subi un léger repli à l'entrée de 2025 (-0.4% sur un trimestre, contre +0.2% en zone euro⁴). Hormis de moindres ventes constatées pour les produits du tabac (évoquées ci-avant, et pour lesquelles la distinction entre résidents et non-résidents n'est encore qu'une estimation), les volumes d'achats ont reculé pour les services de transport aérien, les meubles, les téléviseurs et les voitures particulières⁵. La consommation publique, qui apporte en général une contribution positive à l'évolution du PIB, a pour sa part légèrement accéléré par rapport aux deux trimestres précédents.

Les dépenses d'investissement (formation brute de capital fixe dans le vocabulaire de la comptabilité nationale), tendanciellement orientées à la baisse depuis 2022, se sont sensiblement redressées (+5.2% sur un trimestre, mais malgré tout en repli de 6% environ sur un an). Ce rebond concerne en particulier les dépenses dans le domaine de la construction (avec une hausse plus marquée pour le segment du logement que pour celui de la construction non résidentielle), qui renvoie à l'amélioration récente des indicateurs pour cette branche (voir ci-après). Les achats d'avions ont également significativement contribué à la hausse, malgré l'absence d'acquisition de gros porteurs. Il reste que le taux d'investissement – dépenses d'investissement rapportées au PIB – demeure historiquement faible au début de 2025, à moins de 14% du PIB (contre 18% en 2019, avant la pandémie, et plus de 20% avant la crise financière de 2009). À noter qu'en zone euro, l'investissement a accéléré au 1^{er} trimestre, mais seulement grâce au résultat de l'Irlande (autrement, il a ralenti).

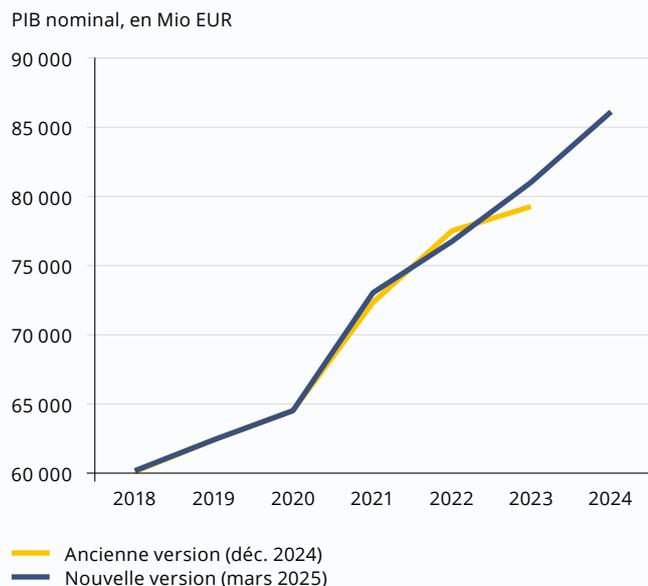
Du côté des échanges extérieurs, le 1^{er} trimestre de l'année est marqué par un repli des exportations de services financiers (dont l'évolution coïncide en général avec celle de la valeur ajoutée de cette branche) ainsi que des expéditions de biens. Pour ces deux catégories, les importations ont également diminué, mais de manière moins prononcée, conduisant au final à une détérioration du solde extérieur.

3 C'est l'évolution du PIB obtenue pour l'ensemble de l'année 2025 en supposant que celui-ci se stabilise au niveau du dernier trimestre observé sur les trimestres restants de 2025.

4 Cette hausse de la consommation des ménages de la zone euro a cependant surtout été portée par l'Allemagne et l'Espagne (des baisses ont à l'inverse été relevées pour la France et les Pays-Bas).

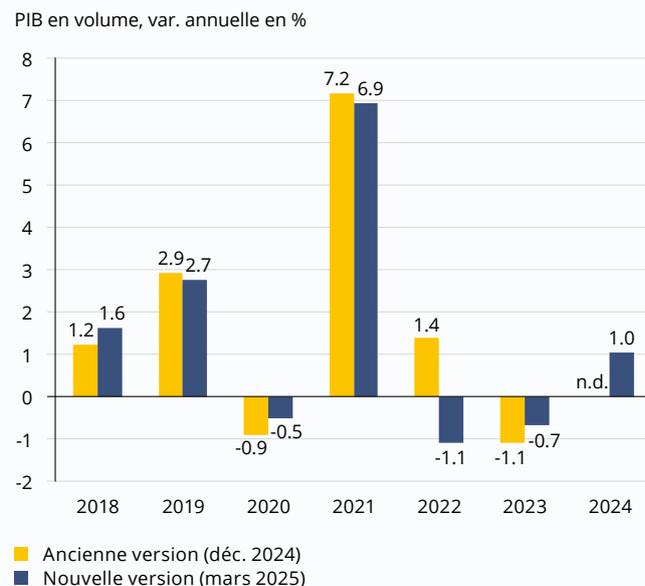
5 Au 1^{er} trimestre, les immatriculations de voitures particulières se sont repliées de 0.2% sur un trimestre (la baisse a encore été plus marquée en zone euro (-0.7%)).

Graphique 2.3
Le PIB en valeur revu à la hausse pour 2023...



Source: STATEC (Comptes nationaux)

Graphique 2.4
... mais deux années consécutives de repli pour le PIB en volume en 2022 et 2023



Source: STATEC (Comptes nationaux)

Des données révisées qui viennent confirmer la faiblesse de l'activité sur les années récentes

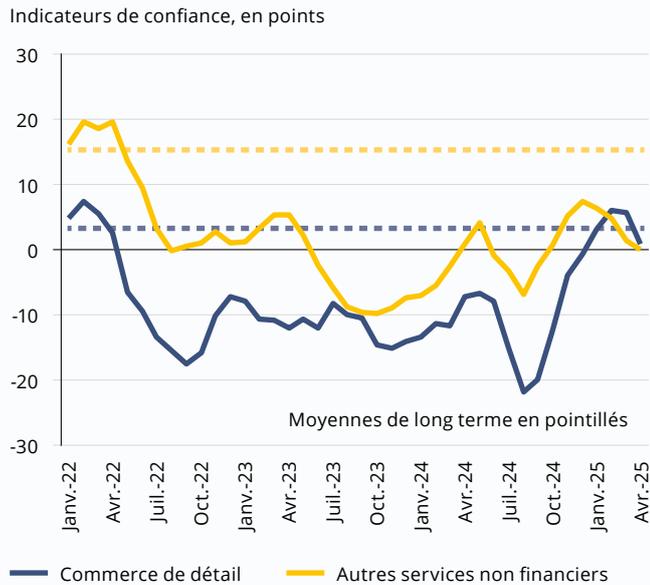
Depuis la précédente Note de conjoncture (publiée en décembre 2024), les comptes nationaux annuels ont fait l'objet de révisions. Pour l'année 2023, il s'agit d'une première estimation sur la base de données annuelles (les résultats se basaient auparavant sur des indicateurs partiels trimestriels). Les années 2018 à 2022 ont pour leur part été révisées en lien avec des changements d'ordre méthodologique, de l'intégration de nouvelles sources de données et de redressements effectués ad hoc.

Sans rentrer dans tous les détails de ces révisions, on peut mettre en avant les principales modifications en termes de résultats. Tout d'abord, le PIB nominal – à prix courants – a été revu à la baisse pour 2022 (surtout en lien avec de moindres exportations nettes de biens), mais encore davantage à la hausse pour 2023 (surtout grâce à des exportations nettes de services financiers plus élevées). Sur ces deux années, si la consommation des ménages a significativement été revue à la hausse (en particulier les dépenses des résidents à l'étranger), l'investissement a par contre été révisé à la baisse, les deux mouvements se compensant globalement.

Cette révision à la baisse de l'investissement se retrouve notamment dans la valeur ajoutée de la branche de la construction, nettement amputée par rapport aux données antérieures (surtout pour les activités de promotion immobilière). C'est d'ailleurs cette branche qui contribue le plus à la révision de l'évolution du PIB en volume pour 2022, à côté de celle du commerce – avec en particulier des résultats abaissés pour des entreprises du commerce de gros. Le PIB en volume montre ainsi à présent un recul en 2022 (cf. graphique 2.4), et donc deux années successives de récession avec la baisse de 2023 (même si cette dernière est un peu moins prononcée qu'auparavant). Le Luxembourg est le seul pays de l'Union européenne à connaître une telle configuration sur cette période. Cela s'explique notamment – et le constat n'a pas changé par rapport à la version précédente des comptes nationaux – par la baisse des résultats en volume du secteur financier (les révisions ont été marginales à ce niveau). En termes de volumes, avec des replis d'environ 5% en 2022 et 7% en 2023, l'évolution de la valeur ajoutée du secteur financier est venue amputer celle du PIB de quelque 1.5 point de % en 2022 et 2 points en 2023.

Graphique 2.5

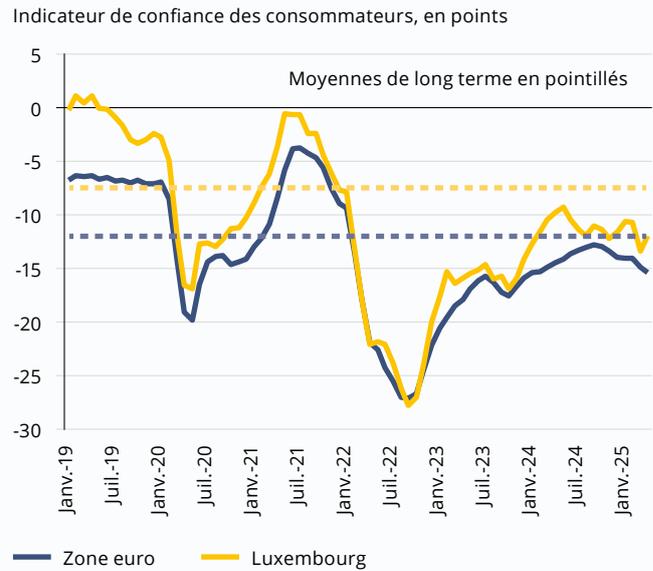
Le moral retombe un peu dans les services non financiers...



Source: STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

Graphique 2.6

... ainsi que chez les consommateurs



Source: Commission européenne (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

Services non financiers: des signaux mitigés sur les derniers mois

La confiance des entreprises de services non financiers⁶ (hors commerce de détail) a connu un redressement en deux temps au cours de 2024, mais elle s'est quelque peu repliée depuis février (on observe un mouvement similaire à l'échelle de la zone euro, notamment dans les trois pays frontaliers du Luxembourg). Elle demeure certes supérieure au plancher atteint sur la fin de 2023, mais aussi bien inférieure à sa moyenne historique. Ce sont surtout les opinions relatives à l'évolution de la demande qui se sont dégradées sur les derniers mois, notamment pour les transports aériens⁷, les activités de location, les activités juridiques et comptables et les services de télécommunication. En dépit de ce ressenti défavorable sur la demande, les entreprises sont moins nombreuses sur le début de 2025 à signaler des difficultés financières et évoquent davantage le manque de main-d'œuvre comme facteur pesant sur l'activité.

Dans le commerce de détail, la remontée de confiance a été bien plus nette depuis la mi-2024 (elle a globalement rejoint sa moyenne de long terme), mais on observe également un certain repli récemment (bien moins prononcé que pour l'ensemble des autres services non financiers). Les données de chiffre d'affaires (en volume) montrent sur les derniers trimestres des tendances très favorables pour plusieurs segments du commerce de détail tels que les magasins d'équipements TIC (technologies de l'information et de la communication), d'articles culturels et de loisirs et les enseignes de pharmacie et de produits médicaux. L'amélioration est beaucoup plus timide du côté des enseignes généralistes et des boutiques d'habillement⁸.

Le moral des ménages, qui avait nettement dévié lors de la crise énergétique et de la poussée inflationniste qui l'accompagnait, a repris une trajectoire ascendante à partir de 2023. Sur la fin de 2024 et le début de 2025, il semble cependant plafonner voire légèrement se replier. Ce phénomène se produit surtout en lien avec des opinions plus pessimistes concernant l'évolution de la situation économique générale (alors que le ressenti des consommateurs vis-à-vis de leur situation financière personnelle ne s'est pas significativement dégradé⁹, des tendances similaires sont observées à l'échelle de la zone euro). Il est possible que ces évolutions traduisent une certaine inquiétude liée au contexte tendu entre les États-Unis et l'Europe. Car d'autres éléments de l'enquête pointent plutôt vers des signaux positifs: les intentions d'achat de logement, de voitures et de biens d'équipement demeurent en effet sur une tendance croissante au début de 2025.

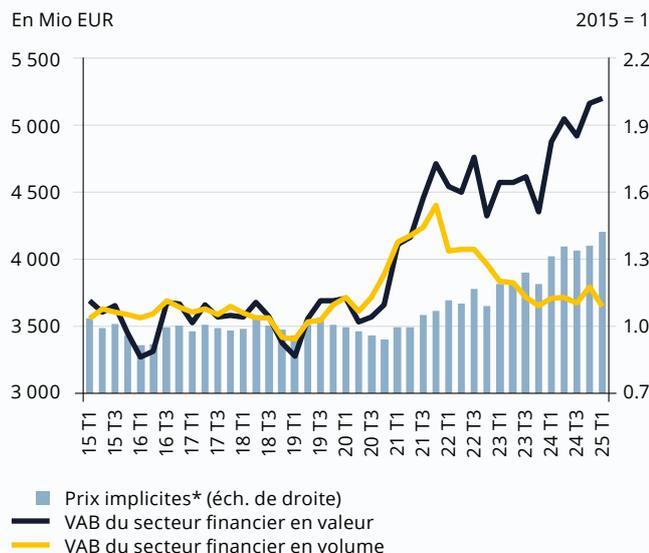
6 L'indicateur de confiance des services non financiers est la moyenne arithmétique des soldes d'opinion relatifs à trois questions de l'enquête mensuelle: évolution de la situation de l'entreprise sur les 3 derniers mois, évolution de la demande sur les 3 derniers mois et évolution de la demande sur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

7 Le trafic de passagers à l'aéroport du Findel, qui avait connu une reprise quasi continue après la crise pandémique, tend à se stabiliser depuis la mi-2024. Le volume de fret aérien montre quant à lui une tendance légèrement baissière (également depuis la mi-2024).

8 Deux domaines, dont l'évolution était déjà défavorable en 2023 et 2024, affichent encore des volumes de ventes mal orientés sur la période récente: les boutiques d'ameublement et celles de chaussures.

9 Probablement en lien avec le ralentissement de l'inflation qui redonne de la vigueur au pouvoir d'achat.

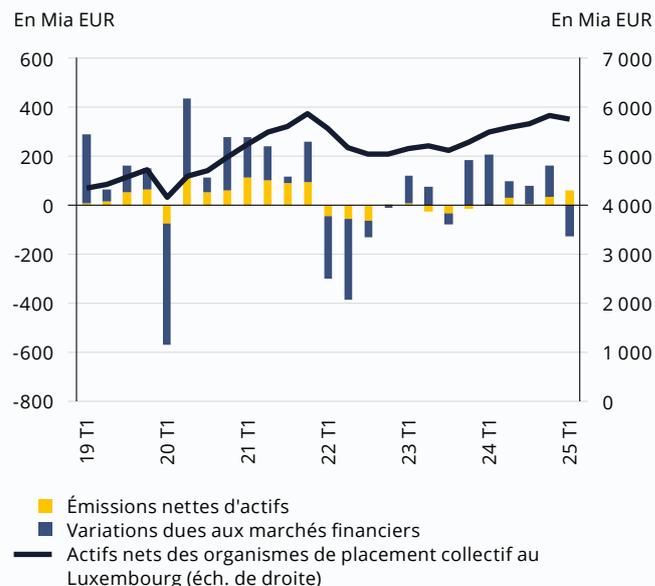
Graphique 2.7

Perte d'élan pour le secteur financier au 1^{er} trimestre

* Les prix implicites sont obtenus par le rapport entre la VAB en valeur et la VAB en volume du secteur financier.

Source: STATEC (Comptes nationaux, données désaisonnalisées)

Graphique 2.8

Rebond des émissions nettes, mais effets de marché négatifs pour les fonds d'investissement

Source: CSSF

Le secteur financier dans la tourmente des marchés

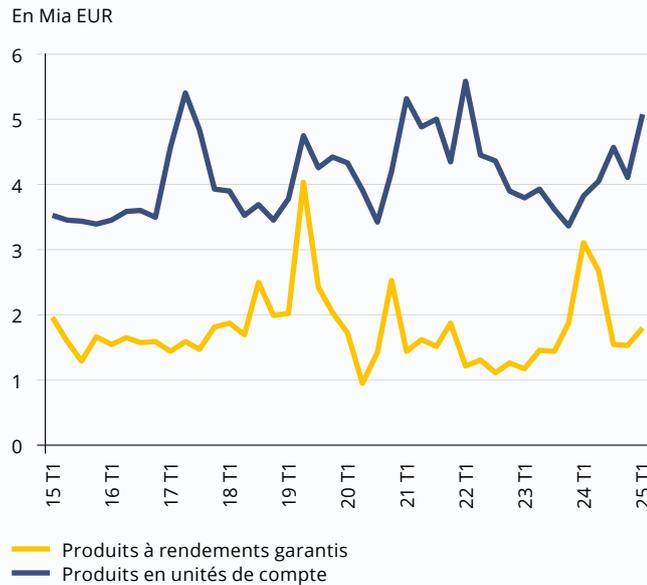
Les résultats du secteur financier sont assez mitigés au 1^{er} trimestre 2025, marqués par une forte volatilité des marchés boursiers, une hausse des taux à long terme et plusieurs abaissements des taux directeurs en zone euro. Par rapport au dernier trimestre 2024, la valeur ajoutée brute (VAB) du secteur financier à prix courants a progressé modestement pour les auxiliaires financiers (notamment les sociétés de gestion de fonds) et les sociétés d'assurance (respectivement +2.6% et +2.1% sur un trimestre), alors qu'elle s'est repliée pour les banques (-2.7%). En prenant en compte les effets prix liés aux valorisations en bourse et aux taux d'intérêt, la VAB en volume accuse une baisse de 3.9% au 1^{er} trimestre 2025, après avoir augmenté de 3.4% au dernier trimestre 2024, affichant une volatilité relativement élevée.

Les fonds d'investissement ont enregistré 60 Mia EUR d'émissions nettes d'actifs au 1^{er} trimestre, un record sur les quatre dernières années. Au vu des risques économiques liés aux droits de douane américains, les investisseurs se sont tournés vers les actions européennes, les actifs du marché monétaire et les obligations (valeurs refuges privilégiées en cas de hausse de l'incertitude). Les actifs des fonds ont toutefois subi un effet valeur négatif avec la dépréciation du dollar et la chute des bourses en mars et en avril (-350 Mia EUR sur ces deux mois).

Les primes encaissées en assurance vie affichent une forte progression au 1^{er} trimestre 2025 (+12% sur un trimestre, +11% sur un an), alors qu'elles ont stagné en assurance non-vie. Les produits d'assurance vie en unités de compte, qui avaient été délaissés pendant la phase de remontée des taux directeurs en 2022 et 2023, sont bien repartis à la hausse depuis le début de 2024. Les primes liées à ces produits se sont encore accrues de 7% entre le dernier trimestre 2024 et le premier trimestre 2025 (+52% sur un an, cf. graphique 2.9). Les produits à rendement garantis ont à l'inverse perdu de leur attrait avec la baisse des taux. Les primes sur ces produits se sont plus ou moins stabilisées au 1^{er} trimestre après avoir chuté en 2024 (-33% sur un an).

Graphique 2.9

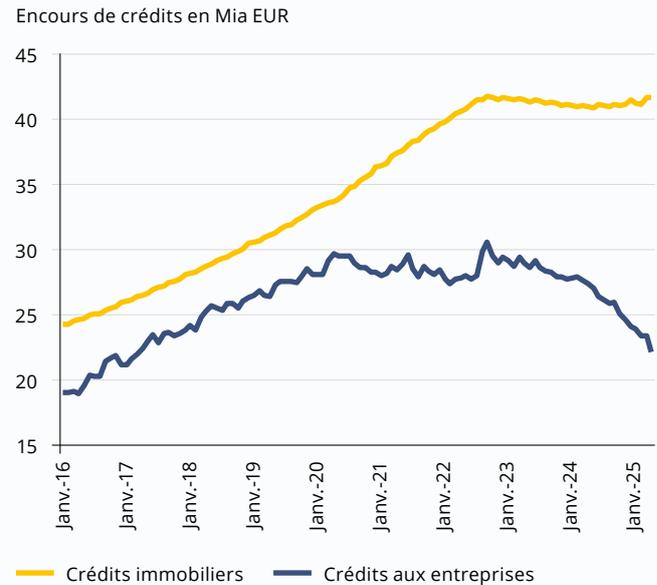
Remontée des primes d'assurance vie sur les produits en unités de compte



Sources: CAA, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.10

Les prêts immobiliers se redressent, alors que les prêts aux entreprises résidentes continuent de chuter



Source: BCL

Selon les données préliminaires disponibles pour le 1^{er} trimestre, les commissions nettes des banques auraient stagné par rapport à la fin de 2024 (+10% sur un an), la marge d'intérêt se replierait de 7% (-3% sur un an) et les frais généraux (hors frais de personnel) diminueraient légèrement (-2% sur un trimestre¹⁰, +4% sur un an).

Les conditions d'emprunt s'assouplissent pour les ménages...

Avec l'abaissement des taux directeurs, les coûts d'emprunt continuent à diminuer pour les entreprises et les ménages au Luxembourg. Le taux d'intérêt a atteint en avril 3.5% sur les prêts immobiliers à taux variable (-1.3 point de % sur un an) et 2.3% sur ceux aux entreprises (-1.0 point de %). Le taux fixe appliqué sur les nouveaux prêts immobiliers est légèrement reparti à la hausse, atteignant en avril 3.4% (+0.2 point de % par rapport à décembre 2024, -0.2 point de % sur un an), porté par la remontée des taux à long terme en zone euro.

Les banques ont particulièrement assoupli les conditions générales de crédit à la consommation au 1^{er} trimestre¹¹. Cet assouplissement s'explique principalement par la baisse des taux et le resserrement des marges sur les prêts. Les conditions sur les prêts immobiliers ont été assouplies en 2024 via la durée des contrats et la baisse des marges sur les prêts moins risqués. En revanche, les critères et conditions d'octroi de crédits aux entreprises ont été durcis en 2024 et encore au 1^{er} trimestre 2025 (surtout les marges et les frais autres que les intérêts) en raison de perspectives économiques dégradées et d'une hausse des risques relatifs aux garanties requises et des coûts liés aux fonds propres.

... stimulant la demande de crédits immobiliers et à la consommation

Les banques témoignent d'une hausse des demandes de crédits immobiliers depuis le printemps 2024, qu'elles disent favorisée par une amélioration des perspectives sur le marché immobilier et une confiance accrue des consommateurs. Les aides au logement mises en place par le gouvernement en 2024 (et prolongées en 2025) devraient aussi avoir stimulé la demande. Les intentions d'achat d'un logement sont en effet en hausse depuis la mi-2024, une tendance qui se reflète dans les transactions observées de logements et qui se poursuit au début de 2025.

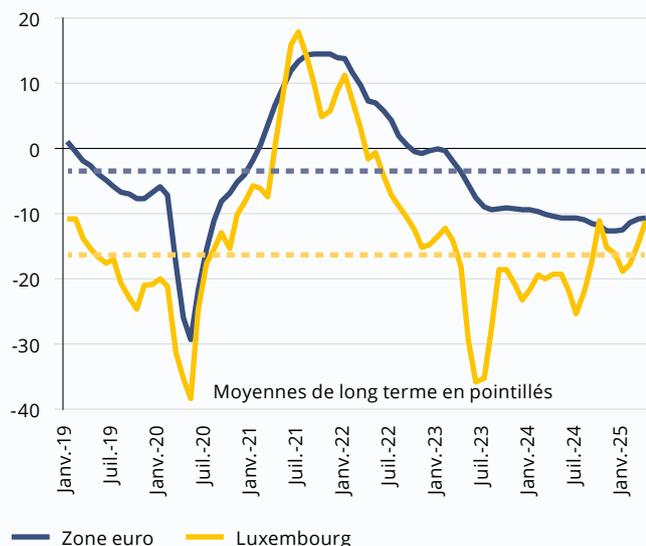
¹⁰ Données décumulées et désaisonnalisées.

¹¹ Selon l'enquête sur le crédit bancaire menée au Luxembourg.

Graphique 2.11

Un regain de confiance pour les industriels du Luxembourg...

Indicateurs de confiance dans l'industrie, en points

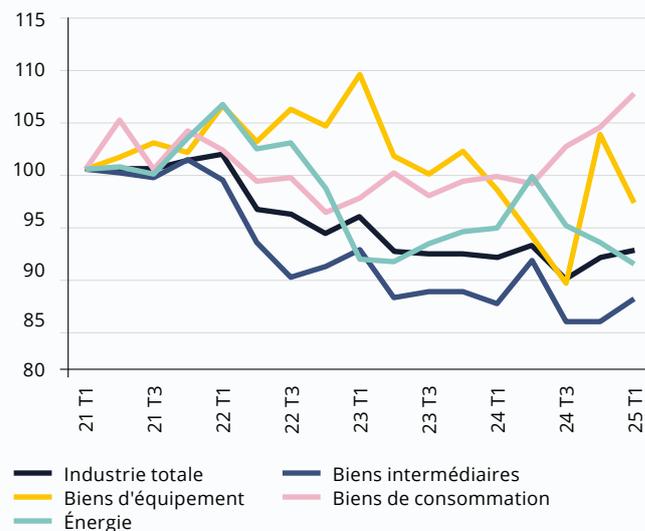


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

Graphique 2.12

... mais la production peine à redécoller

Production industrielle, indices 21 T1 = 100



Source: STATEC (Enquête d'activité dans l'industrie, données désaisonnalisées)

L'encours de crédits immobiliers affiche en avril 2025 une progression de 1.8% sur un an (après +0.8% en 2024 et -1.2% en 2023). La demande de crédits à la consommation est repartie à la hausse dès l'été 2024, stimulant ainsi les encours (+7% sur un an en avril 2025). En revanche, la demande de crédits des entreprises poursuit sa baisse, en particulier pour des projets d'investissement, et les banques continuent de refuser certaines demandes de prêts. L'encours de crédits bancaires des entreprises du Luxembourg affiche ainsi un repli de 19% sur un an.

Une amélioration modeste pour l'industrie

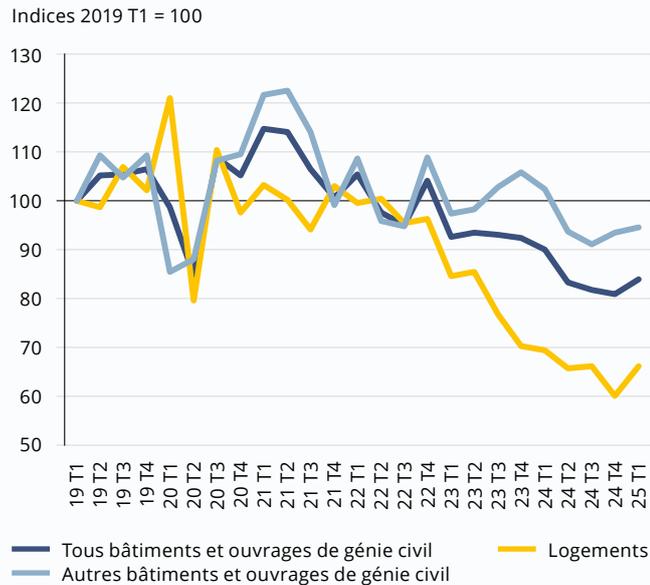
Par rapport à la précédente Note de conjoncture, le constat que l'on peut faire à propos de l'industrie n'a pas beaucoup changé: les résultats observés sur la production sont décevants par rapport aux signaux positifs émanant des enquêtes de conjoncture. La confiance des industriels, malgré de fortes oscillations, continue tendanciellement à se redresser, portée surtout par de meilleures appréciations sur les carnets de commandes et les perspectives d'évolution de la production. L'amélioration se constate dans plusieurs domaines de l'industrie, en particulier l'agroalimentaire, le textile, les produits minéraux non métalliques ou encore les équipements électriques.

Le moral des industriels remonte également en zone euro, mais depuis plus récemment: ce mouvement doit beaucoup aux résultats observés en Allemagne, où l'indicateur de confiance s'améliore pour le 5^e mois consécutif en mai (après avoir touché un point bas en décembre dernier). Il est également mieux orienté en Belgique et en Autriche, mais la plupart des autres pays européens ne témoignent pas d'une telle amélioration au début de 2025.

La production industrielle du Luxembourg a augmenté sur deux trimestres consécutifs au croisement de 2024 et 2025, ce qui n'était plus arrivé depuis 2021. Ce sont en particulier les machines et équipements qui ont soutenu cette orientation au 4^e trimestre 2024, la production de biens intermédiaires (en particulier de produits métalliques et textiles) étant venue prendre le relais par la suite. La production de biens de consommation a par ailleurs renoué avec une tendance très favorable depuis la mi-2024, soutenue notamment par la fabrication de boissons et de tabac.

Graphique 2.13

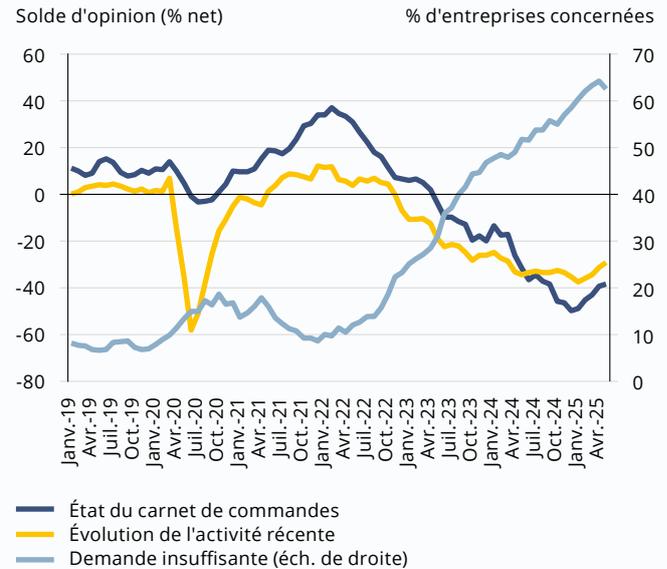
Les investissements dans la construction restent faibles, malgré une hausse au 1^{er} trimestre 2025



Source: STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.14

Le moral dans la construction remonte depuis le début d'année



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

La production s'inscrit ainsi en hausse de 0.8% sur un an au 1^{er} trimestre, ce qui peut paraître modeste par rapport à la hausse de 1.5% enregistrée en zone euro sur la même période. Ce résultat a cependant été largement soutenu par celui de l'Irlande (qui a montré des progressions incroyables de 40 à 50% sur un an en février et mars). La progression enregistrée au Luxembourg se compare bien plus favorablement à celle de ses pays voisins au 1^{er} trimestre: -2.3% sur un an en Allemagne, -0.5% en France et -2.6% en Belgique.

Faibles résultats pour la construction en 2024, mais du mieux à l'entrée de 2025

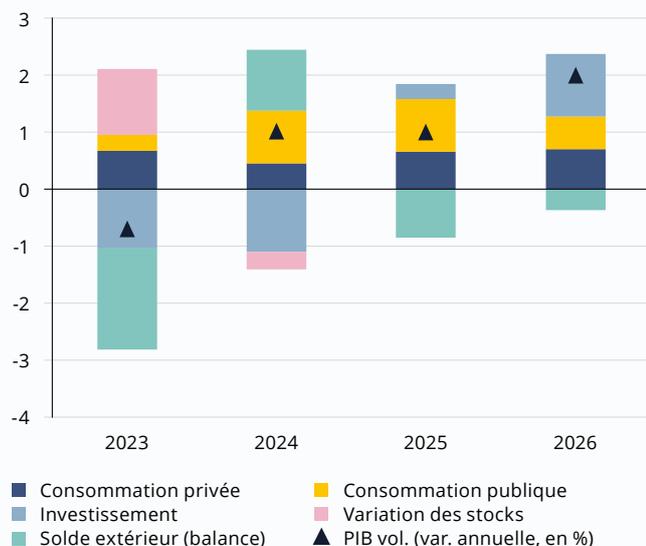
La valeur ajoutée brute en volume de la construction a continué de baisser au 2^e semestre 2024, fortement au Luxembourg (-11% sur un an) et de façon plus modérée en zone euro (1% sur un an). Cependant, au 1^{er} trimestre 2025, l'activité marque une nette amélioration au Grand-Duché, rebondissant de 6% sur un trimestre. Le niveau d'activité demeure toutefois bas (encore inférieur de 3% à celui de l'année précédente), en lien avec la faiblesse des investissements en bâtiments et ouvrages de génie civil. En effet, ceux-ci ont aussi fortement diminué sur la 2^e moitié de 2024 (-12% sur un an, comparé à -1% en zone euro), poursuivant le recul en cours depuis 2022. Le début de 2025 voit une première amélioration, avec notamment le rebond de l'investissement résidentiel qui était tombé très bas au 4^e trimestre 2024 (cf. graphique 2.13).

Les enquêtes de conjoncture réalisées en 2025 révèlent aussi une timide reprise dans le secteur. Les appréciations de l'activité récente sont en hausse depuis le début d'année et la part des entreprises estimant leur carnet de commandes insuffisant recule, alors qu'elle augmentait sans cesse jusqu'à la fin 2024. La confiance dans le secteur, après une chute entamée en 2022, a ainsi dépassé le point bas atteint au tournant de 2024-25. Malgré cela, elle demeure à un niveau faible, bien inférieur à sa moyenne de long terme. La contrainte majeure reste une demande insuffisante, qui affecte encore environ 60% des entreprises. En témoigne la poursuite à la baisse des effectifs de la construction, même si celle-ci perd en intensité (cf. chapitre 4).

Graphique 2.15

La reprise de l'économie est retardée à 2026...

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

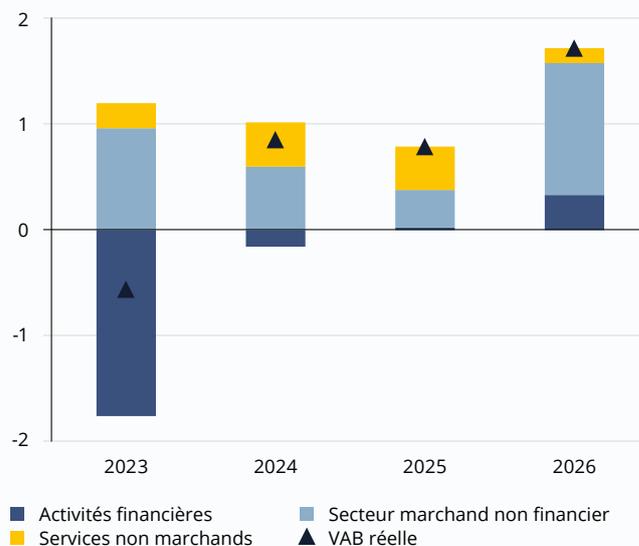


Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 2.16

... avec une meilleure contribution des activités marchandes

Contributions à la croissance, en points de %



Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

12 Il y a une hausse particulièrement forte au 4^e trimestre 2024. Cela pourrait être lié à l'anticipation de l'expiration des mesures de soutien étatiques provoquant une concentration des transactions avant la fin de l'année pour encore pouvoir en profiter (ces mesures ont finalement été prolongées).

13 Il est possible qu'un certain nombre de nouveaux appartements n'aient été vendus qu'après leur achèvement et donc comptabilisés parmi les appartements existants.

Le retournement émergeant dans la construction fait écho aux évolutions récentes sur le marché immobilier. Favorisé notamment par la baisse des taux hypothécaires et les aides étatiques, le volume de crédits immobiliers accordés aux non-promoteurs a considérablement augmenté les derniers trimestres (+48% sur un an au 2^e semestre 2024, puis +38% au 2^e T1), tout comme les transactions de logements (+80% sur un an au 2^e semestre)¹². Ces augmentations devraient soutenir l'activité de construction dans les mois à venir, même si les transactions d'appartements neufs, probablement les plus génératrices d'activité, sont encore bien inférieures aux niveaux des années pré-crise (celles de maisons et appartements existants ont en revanche retrouvé ces niveaux au 4^e trimestre 2024)¹³.

La zone euro face à un ralentissement conjoncturel...

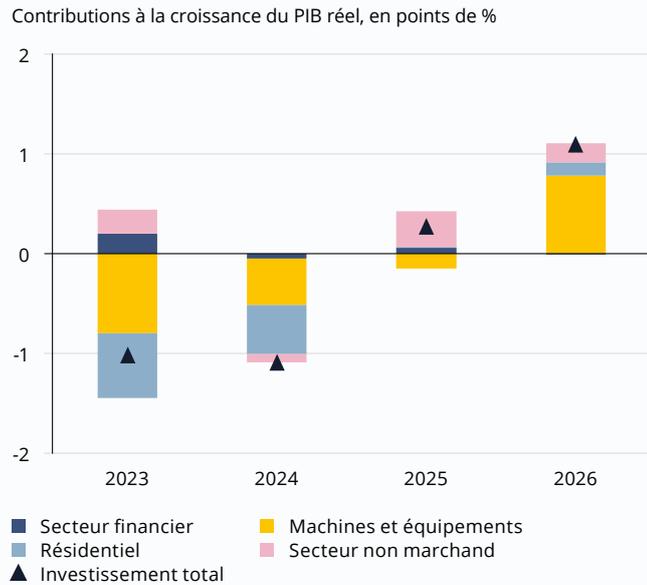
À l'automne 2024, dans un contexte de sortie des crises énergétique et inflationniste, les prévisions du STATEC (Note de conjoncture 2-2024) tablaient encore sur une amélioration progressive de l'économie européenne en 2025 et 2026. Toutefois, depuis avril 2025, l'annonce par le président des États-Unis de l'instauration de droits de douane en forte hausse sur les importations en provenance de l'Union européenne a conduit à une révision à la baisse des perspectives de croissance pour la zone euro (cf. chapitre 1).

Selon les prévisions d'Oxford Economics utilisées dans cette Note, la croissance du PIB de la zone euro s'établirait à +0.8% en 2025 et à +1.0% en 2026. Cela représente des révisions respectives de -0.4 et -0.5 point de % par rapport aux projections retenues dans la Note de conjoncture 2-2024.

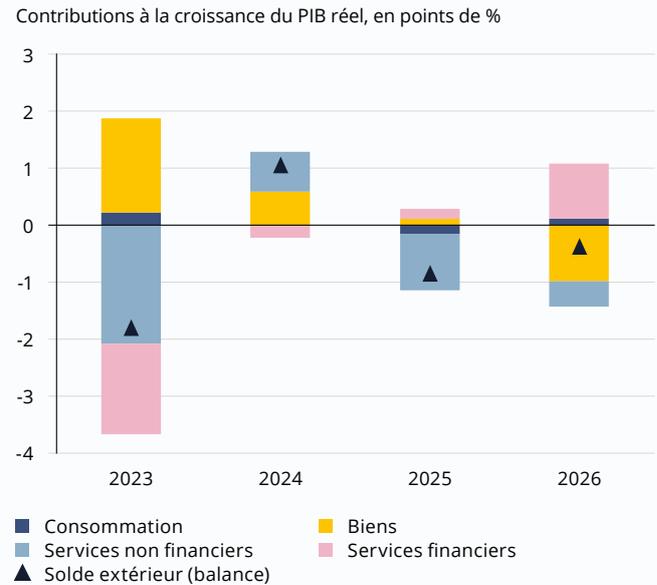
... qui compromet les perspectives pour la croissance luxembourgeoise en 2025

Le Luxembourg n'échappe pas à une révision également baissière des prévisions d'activité. D'après les premières estimations, le PIB en volume aurait reculé de 1% au 1^{er} trimestre 2025, après une progression de 1.3% au dernier trimestre 2024. Cette contre-performance a contribué à la révision de la croissance annuelle du PIB pour 2025, désormais estimée à +1% (contre encore +2.5% dans la Note de conjoncture 2-2024). Une meilleure performance des activités financières élèverait la croissance à +2.0% en 2026 (contre +2.4% précédemment).

Graphique 2.17

Une reprise de l'investissement est attendue...

Graphique 2.18

... qui pèserait sur le solde extérieur des biens**Demande intérieure et commerce extérieur: des dynamiques contrastées**

L'incertitude économique pèserait sur les échanges extérieurs, entraînant une baisse des exportations nettes de 2.8% en 2025, puis de 1.2% en 2026. À l'inverse, l'investissement bénéficierait de la baisse des taux d'intérêt, renouant avec la croissance: +1.9% en 2025, puis +7.9% en 2026.

La consommation privée, en termes réels, poursuivrait sa progression avec +1.9% en 2025 et +2.0% en 2026. La consommation publique resterait dynamique en 2025 (+4.8%), avant de ralentir en 2026 (+2.8%).

Faiblesse du secteur financier en 2025, soutien continu des services non marchands

La valeur ajoutée brute (VAB) totale enregistrerait une progression modeste en 2025 (+0.9%), avant d'accélérer en 2026 (+1.9%, cf. graphique 2.16). Cette faiblesse pour l'année en cours s'expliquerait principalement par la performance atone du secteur financier au premier trimestre 2025, limitant la croissance de sa VAB à +0.1% en 2025, avant de se renforcer à +1.4% en 2026.

Les services non marchands continueraient de soutenir l'activité cette année. Leur VAB progresserait de +3.0% en 2025, avant de ralentir à +1.0% en 2026. Enfin, le secteur marchand non financier, bien que soutenu par la baisse des taux d'intérêt en zone euro, verrait son activité freinée par un environnement économique incertain cette année. Sa VAB en volume ralentirait légèrement en 2025 (+0.7%, après +1.1% en 2024), avant de se redresser en 2026 (+2.3%).

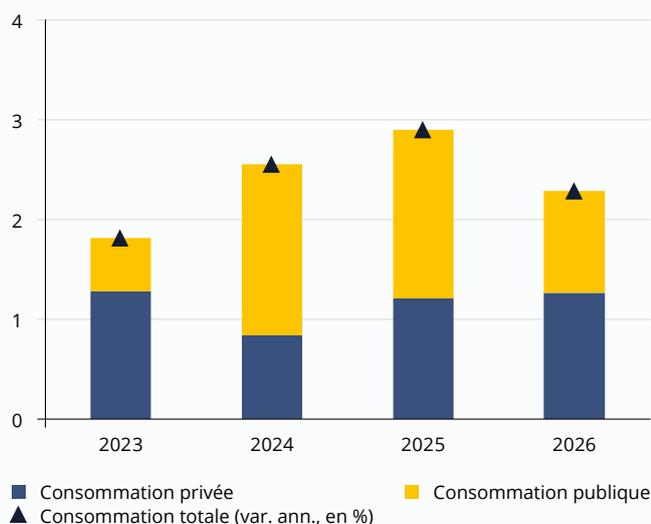
L'investissement profiterait des baisses des taux d'intérêt...

Après trois années de contraction, les effets d'une politique monétaire moins restrictive devraient stimuler l'investissement total (cf. graphique 2.17). Une reprise timide est ainsi attendue dans un premier temps (+1.9% en 2025), suivie d'une accélération plus marquée en 2026 (+7.9%). Malgré cette reprise, le taux d'investissement, notamment celui du secteur marchand non financier, demeurerait bien inférieur à sa moyenne historique (cf. graphique 2.22).

Graphique 2.19

La consommation privée rebondirait...

Contributions à la variation annuelle de consommation finale, en points de %



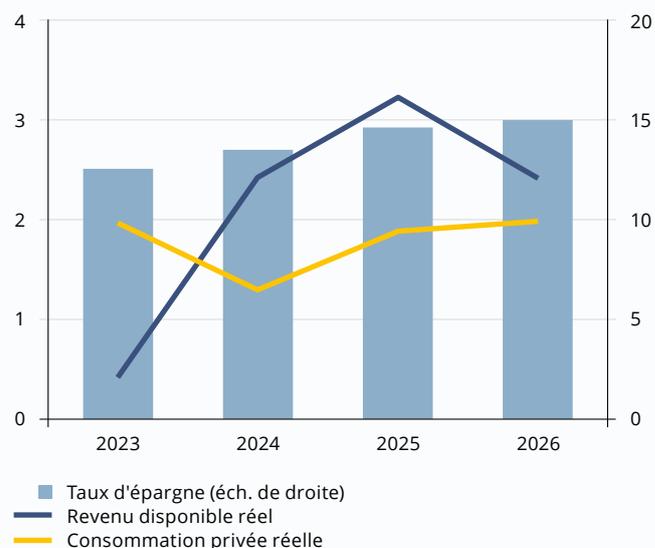
Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 2.20

... mais pas autant que le revenu disponible

Variation annuelle, en %

En %



Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Cette amélioration de l'investissement masque des dynamiques contrastées selon les composantes. Après quatre années consécutives de baisse, l'investissement résidentiel se stabiliserait en 2025 (+0.3%). Un rebond est attendu en 2026 (+5.7%), qui s'accompagnerait d'un redressement des prix immobiliers (+2.4% en 2025 et +3.7% en 2026, après deux années de baisse). Les investissements en machines et équipements, quant à eux, subiraient une contraction plus modérée en 2025 (-2.4%, contre -6.6% en 2024), avant de renouer avec une forte croissance en 2026 (+12.2%) résultant de l'amélioration des taux sur les crédits au secteur non financier ainsi que d'acquisitions d'avions.

Dans le secteur non marchand, après un recul de 1.9% en 2024, les investissements devraient rebondir de 8.5% en 2025, puis ralentir à +4.4% en 2026. Enfin, les investissements en volume dans le secteur financier retrouveraient le chemin de la croissance en 2025 (+7.3%), avant de connaître un léger repli en 2026 (-1.1%).

... exerçant une pression accrue sur le solde extérieur

Malgré une reprise attendue de la demande étrangère, les incertitudes économiques liées à la nouvelle politique commerciale des États-Unis pèseraient sur les échanges extérieurs (cf. graphique 2.18). Les exportations nettes de services non financiers reculeraient ainsi en 2025 (-14.4%) et en 2026 (-5.7%).

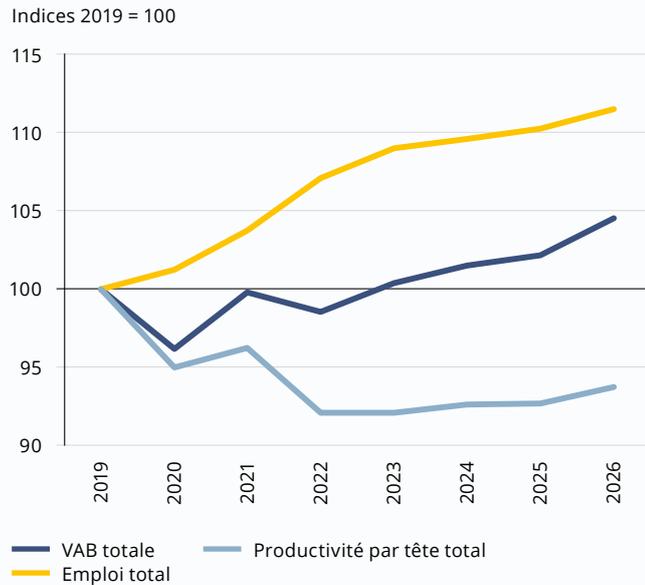
Les exportations nettes de biens ralentiraient fortement en 2025 (+3.7%, après +26% en 2024), avant de subir une contraction marquée en 2026 (-34%). Ce recul s'expliquerait en grande partie par la hausse des importations, notamment celles liées aux investissements en machines et équipements.

Après une faible contraction en 2024 (-0.6%), les exportations nettes de services financiers marqueraient une stabilisation en 2025, avant de rebondir en 2026 (+3%) sous l'hypothèse d'une stabilisation des marchés financiers.

Par ailleurs, le solde entre la consommation des non-résidents sur le territoire et celle des résidents à l'étranger se détériorerait en 2025 (-6.2%), avant de se redresser en 2026 (+4.6%).

Graphique 2.21

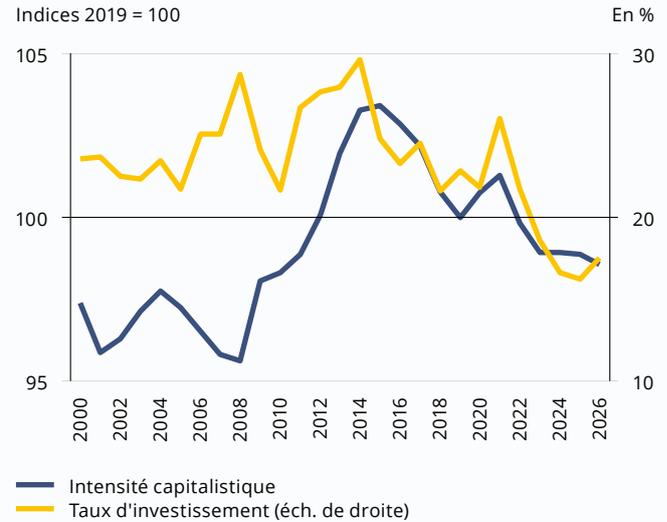
La productivité du secteur marchand non financier peine à se rétablir...



Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 2.22

... sur fond de baisse de l'intensité capitalistique



Note: Le graphique considère le secteur marchand non financier. Le calcul de l'intensité capitalistique correspond au stock de capital net réel par employé.

Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

La contribution de la consommation privée devrait augmenter

Au cours de la période récente, la consommation privée a affiché une évolution plutôt modeste, contrastant avec les dynamiques vigoureuses observées par le passé. À l'inverse, la consommation publique a conservé un rythme dynamique, reflétant surtout les mesures étatiques de soutien à l'économie. En 2024, elle a ainsi contribué à hauteur de deux tiers à la variation de la consommation finale (privée et publique) (cf. graphique 2.19).

En 2025, la consommation privée devrait amorcer une reprise, avec une croissance attendue de 1.9% (après +1.3% en 2024), tandis que la consommation publique ralentirait légèrement, atteignant +4.8% (après +4.9% l'année précédente). Cette dynamique se renforcerait en 2026: la consommation privée progresserait de 2% et contribuerait à plus de la moitié de la consommation finale, alors que la consommation publique enregistrerait une hausse plus modérée de 2.8%.

Cette reprise de la consommation privée s'expliquerait par la progression soutenue du revenu disponible, estimée à +2.4% en 2024, +3.2% en 2025 et +2.4% en 2026. Toutefois, la consommation resterait en deçà de cette évolution, induisant une poursuite de la hausse du taux d'épargne, qui passerait de 13.5% en 2024 à 15.0% en 2026 (cf. graphique 2.20).

La productivité du travail dans le secteur marchand non financier demeurerait faible

La productivité du travail dans le secteur marchand non financier affiche une trajectoire préoccupante depuis la crise Covid (cf. graphique 2.21). Les prévisions pour 2025 et 2026 indiquent une croissance modeste, avec respectivement 0% et +1%. Cette stagnation s'inscrit dans une tendance de long terme où les gains de productivité sont devenus sporadiques, voire négatifs certaines années.

Tableau 2.2

Principales évolutions macroéconomiques

	Scénario central				Correction des marchés ¹		Relance publique ²	
	1995-2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
Principaux agrégats								
PIB valeur (mia EUR)		86.10	89.56	94.23	88.98	93.62	89.47	94.10
Idem, évolution en %	6.1	6.3	4.0	5.2	3.3	5.2	3.9	5.2
RNB (mia EUR)		61.10	62.01	64.30	61.54	63.55	62.02	64.40
Idem, évolution en %	5.1	8.7	1.5	3.7	0.7	3.3	1.5	3.9
PIB potentiel (vol.) ³	3.0	1.8	1.8	1.9	1.8	1.9	1.8	1.9
Écart de production (% du PIB pot.) ³	0.1	-3.4	-4.2	-4.0	-4.9	-5.1	-4.1	-3.9
PIB vol.	3.0	1.0	1.0	2.0	0.3	1.6	1.0	2.1
Emploi total intérieur	3.1	1.1	1.0	1.5	0.7	1.2	1.0	1.6
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4.6	5.7	6.0	5.9	6.1	6.1	6.0	5.9
Indice des prix à la consommation (IPCN)	2.0	2.1	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	2.0
Échelle mobile des salaires	2.0	2.5	1.7	2.1	1.7	2.1	1.7	2.1
Coût salarial moyen	2.8	1.8	3.3	2.3	3.2	2.2	3.3	2.3
Émissions de gaz à effet de serre ⁴	-2.3	-4.0	-4.5	-4.9	-4.7	-5.3	-4.4	-4.8
Finances publiques								
Recettes totales	6.3	10.3	4.6	4.1	4.0	3.8	4.6	4.2
<i>Dont: impôts</i>	6.5	9.9	4.2	3.4	3.5	3.0	4.2	3.5
Dépenses	6.6	6.1	7.0	5.9	7.0	5.9	7.0	5.9
Solde public (% du PIB)	1.5	1.0	0.0	-0.9	-0.4	-1.3	0.0	-0.8

¹ Dans ce scénario défavorable, les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduisent à un durcissement des conditions financières, les rendements plus élevés faisant grimper les taux de prêt et pesant sur les marchés boursiers. ² Dans ce scénario favorable, l'économie mondiale se renforce grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE. 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'émission (EU-ETS en anglais). Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Parallèlement, l'intensité capitalistique, définie comme le ratio du stock de capital fixe à l'emploi, poursuit une tendance baissière (cf. graphique 2.22), et ce depuis 2016, suggérant que l'affaiblissement de l'investissement pourrait être d'ordre structurel. Les prévisions pour 2025 (-0.1%) et 2026 (-0.3%) tablent sur une poursuite du mouvement, indiquant que les entreprises continueraient de privilégier des stratégies à faible intensité capitalistique. Cela n'est pas étonnant au vu du taux d'investissement du secteur marchand non financier qui connaît une érosion continue depuis son pic de 30% atteint en 2014. Cette faiblesse de l'investissement pourrait devenir un frein majeur à la modernisation du tissu productif et à la transition vers une économie plus innovante et durable.

Une déstabilisation des marchés financiers pourrait sévèrement amputer la croissance luxembourgeoise en 2025 et 2026

Les deux scénarios alternatifs, présentés à la fin du chapitre 1, montrent des risques asymétriques pour l'économie luxembourgeoise, à savoir un impact négatif bien plus marqué pour le scénario pessimiste que l'impact positif pour le scénario optimiste.

Dans le scénario défavorable, intitulé "Correction des marchés", l'économie luxembourgeoise subirait un affaiblissement de ses exportations en lien avec une moindre demande extérieure de biens et de services financiers. En 2025, la croissance du PIB se limiterait à +0.3% (contre +1% dans le scénario central), tandis qu'en 2026, l'impact négatif persisterait, ramenant la croissance à +1.5% (contre +2% dans le scénario central). La progression du revenu national brut (RNB) serait quant à elle divisée par deux en 2025 et légèrement revue à la baisse en 2026.

Le deuxième scénario, plus optimiste ("Relance publique"), bénéficierait surtout à la demande étrangère de biens, avec un impact limité sur l'économie luxembourgeoise, dont la contribution du solde extérieur à la croissance provient principalement des services. Ainsi, en 2026, la croissance du PIB luxembourgeois connaîtrait une légère amélioration de l'ordre de +0.1 point de % par rapport au scénario central.





03

INFLATION ET SALAIRES

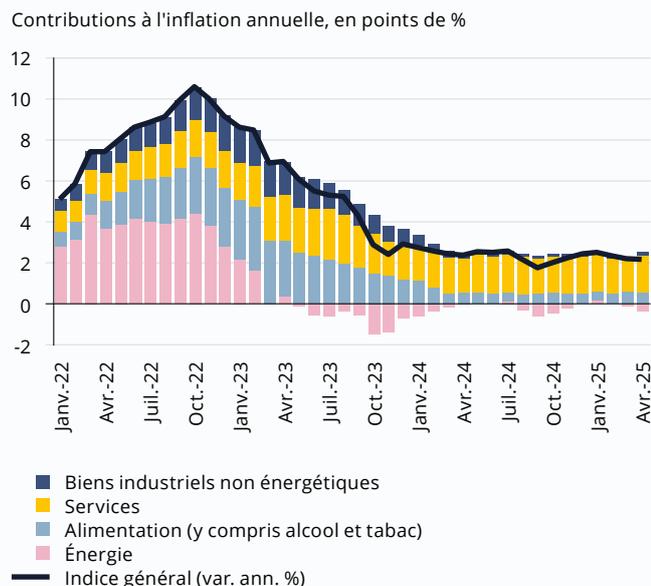


L'inflation remonte légèrement au Luxembourg sur le début de 2025, mais ce mouvement s'explique surtout par des phénomènes isolés tels que la levée partielle des boucliers tarifaires sur l'énergie ainsi que la survenance d'une nouvelle tranche indiciaire en mai. Dans l'ensemble cependant, les pressions sur les prix à la consommation demeurent stables au Grand-Duché, à l'instar des tendances relevées en zone euro. Par ailleurs, et comme déjà observé en 2024, le Luxembourg continue à montrer une inflation relativement faible sur les services et l'alimentation comparé aux autres pays européens. La stabilité des prix ne devrait pas être mise en péril, au Luxembourg, sur les deux prochaines années. D'un côté, les tensions commerciales accrues ne se traduiraient pas par des pressions inflationnistes supplémentaires. De l'autre, les perspectives d'activité dégradées, aussi bien en zone euro qu'au Luxembourg, iront plutôt dans le sens à freiner la progression des prix.

Le STATEC prévoit ainsi une inflation légèrement inférieure à 2% tant en 2025 qu'en 2026, ce qui entraînerait une prochaine indexation des salaires au cours du 3^e trimestre 2026.

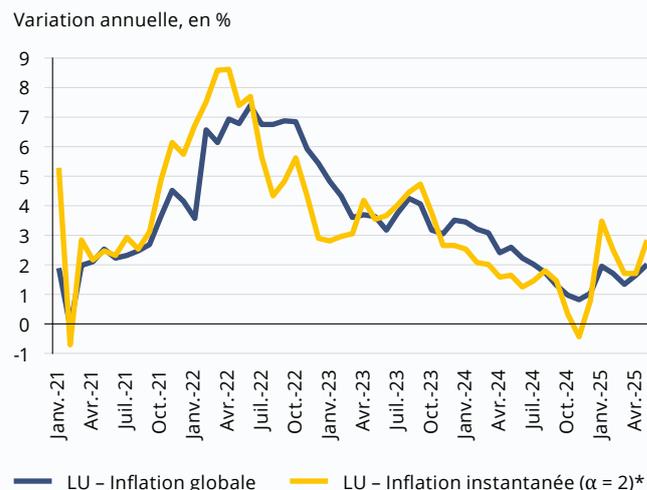
Sur fond de pressions inflationnistes contenues, l'inflation salariale a ralenti à travers la zone euro sur la fin de 2024 et le début de 2025. Au Luxembourg, ce freinage est notamment associé à l'espacement des tranches d'indexation. D'autre part, la baisse temporaire des cotisations patronales a limité la croissance des coûts salariaux en 2024, mais leur normalisation la supportera en 2025. Ainsi, pour cette année, une progression des coûts salariaux de 3.3% est anticipée, suivie de +2.3% en 2026.

Graphique 3.1
L'inflation stable à 2% en zone euro



Source: Eurostat

Graphique 3.2
L'inflation demeure faible au Luxembourg



* L'inflation instantanée est un taux d'inflation annuel, calculé à partir des variations de prix mensuelles pondérées. Elle permet de mieux cerner les évolutions de prix les plus récentes. Plus α est élevé, plus on accorde de l'importance aux mois récents.
Source: STATEC

1 Cf. "7.2 Le concept d'inflation instantanée, un outil supplémentaire pour déterminer les tendances récentes des prix à la consommation", pp.76-82 dans la Note de conjoncture 2-23.

L'inflation tend à ralentir en zone euro...

L'inflation en zone euro reste relativement stable autour des 2% depuis la fin de 2023. En avril 2025, l'inflation annuelle s'y étale dans une fourchette allant de 0.9% en France à 4.4% en Finlande. Ce sont toujours les services qui constituent la principale source d'inflation en zone euro (1.8 point de % sur les 2.2% mesurés en avril 2025, cf. graphique 3.1), suivis de l'alimentation (0.6 point), puis des biens industriels non énergétiques (0.2 point), l'énergie continuant à tirer l'inflation vers le bas (-0.4 point).

... et au Luxembourg, abstraction faite de l'impact de la levée partielle des boucliers tarifaires

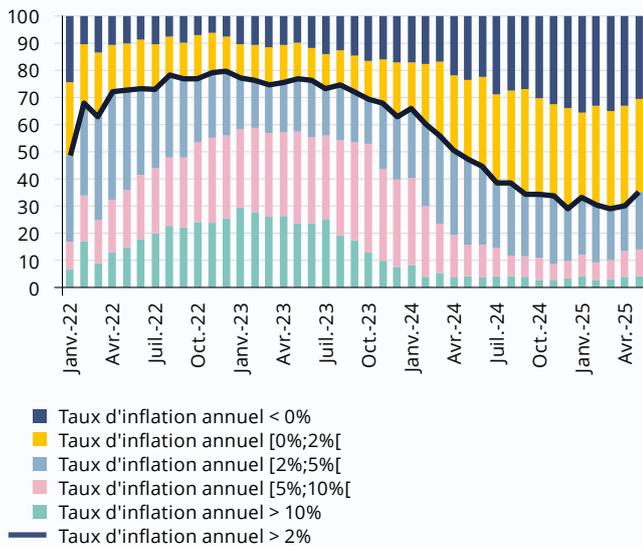
Au Luxembourg, le début de l'année 2025 a été marqué par la levée partielle des mesures de plafonnement des prix de l'énergie. Le taux d'inflation est ainsi remonté de 1.0% en décembre 2024 à 1.9% en janvier 2025, sous l'effet notamment des prix de l'électricité (contribuant à raison de 0.4 point de % à l'inflation nationale sur les premiers mois de l'année). Cet effet ressort encore mieux avec l'inflation instantanée¹ (cf. graphique 3.2), qui remonte très nettement en janvier (et qui marque un nouveau pic en mai du fait de la nouvelle tranche indiciaire).

L'inflation au Luxembourg demeure néanmoins, comme sur l'ensemble de 2024, inférieure à celle mesurée en zone euro (1.7% contre 2.3% sur les 4 premiers mois de 2025), et ce pour la majorité des 12 divisions de l'indice des prix à la consommation. L'évolution des prix des "biens et services divers" (surtout au niveau des assurances et des maisons de retraite), des restaurants et hôtels ainsi que des produits alimentaires et boissons non alcoolisées ont en effet apporté une moindre contribution à l'inflation au Luxembourg. En mai, suivant l'indexation de salaires, l'inflation se redresse au Grand-Duché, notamment celle des services.

Graphique 3.3

70% des biens et services ont une inflation inférieure à 2% au début de 2025

Part des biens et services, en %

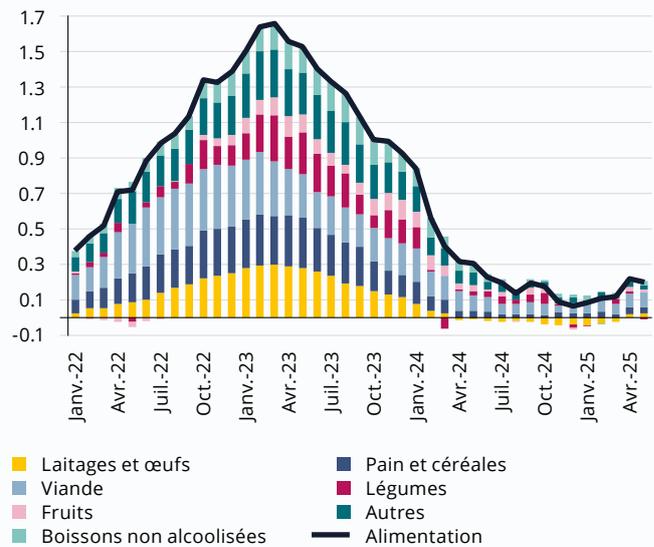


Source: STATEC

Graphique 3.4

Légère remontée des tensions sur les prix alimentaires

Contributions à l'inflation annuelle totale, en points de %



Source: STATEC

Sur les premiers mois de l'année, environ un tiers des biens et services de l'indice des prix à la consommation ont connu une baisse de prix sur un an, un peu plus d'un tiers une légère progression des prix (inférieure à 2%) et un peu moins d'un tiers une hausse supérieure à 2% (cf. graphique 3.3). Alors que dans le sillage de la crise énergétique (de la fin 2022 jusqu'à la mi-2023), seulement 30% des biens et services connaissaient une inflation inférieure à 2%, cette proportion atteint environ 70% au début de 2025.

Un peu plus d'inflation pour l'alimentation sur le début de l'année

Depuis janvier 2025, on observe une légère remontée de l'inflation alimentaire (+1.6% en avril 2025, après +0.5% encore en décembre 2024, cf. graphique 3.4). Cette évolution provient surtout des produits laitiers (dont les prix remontent légèrement après avoir baissé sur les douze mois précédents), des fruits et légumes, ainsi que du café et du cacao. En avril, ce sont en effet les prix du cacao (+13.0% sur un an) et du café (+10.0%) qui ont connu les hausses les plus fortes sur un an parmi les aliments, suivis par la viande d'ovins et de caprins (+9.7%), du beurre et des fruits de mer frais (+9.5% chacun).

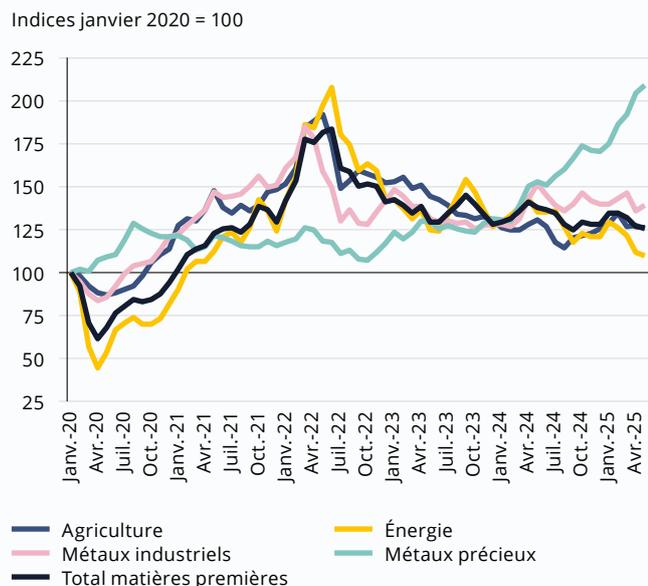
Comparé à la zone euro, l'inflation alimentaire reste toutefois relativement faible au Luxembourg (+1.7% en avril, contre +2.7% en zone euro). La divergence favorable avec la zone euro provient, sur les 4 premiers mois de 2025, surtout du fromage (-0.7% contre +2.7% en zone euro), des chocolats (+4.0%, contre +14.9%), du café (+5.6%, contre +11.8%), des fruits frais ou réfrigérés (+1.5% contre +3.2%), des eaux minérales ou de source (-2.1% contre +2.7%) et des légumes frais ou réfrigérés² (+1.9% contre +3.8%).

Les pressions sur les prix sont en revanche plus marquées au Luxembourg pour l'huile d'olive (+10.8%, contre -16.5% en zone euro sur la même période). Tant pour l'huile d'olive que pour le café³, on note en effet un certain décalage de 1 à 3 trimestres entre la hausse (et la baisse) des prix en zone euro et celle relevée au Luxembourg. Ce décalage est encore plus grand avec l'évolution des prix mondiaux de ces produits de base.

² Sauf pommes de terre et autres tubercules.
³ Le cours mondial du café a plus que doublé entre la fin de 2023 et le début de 2025. Il est légèrement reparti à la baisse depuis mars dernier.

Graphique 3.5

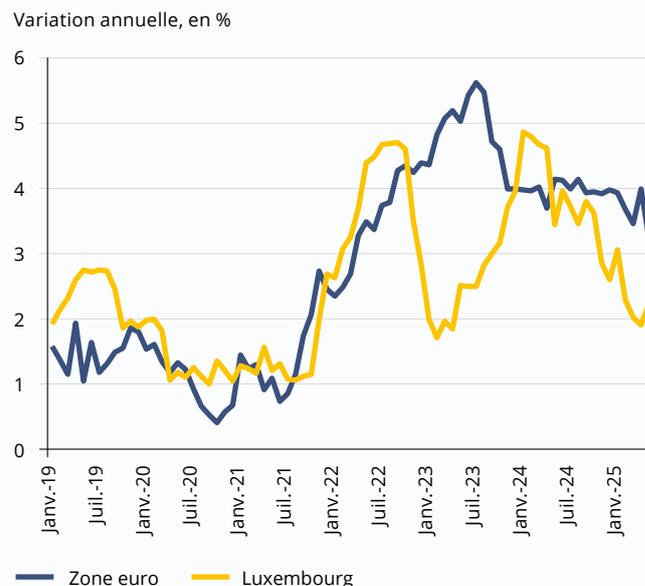
Pas de pressions haussières sur les matières premières, sauf pour les métaux précieux



Sources: Macrobond, calculs STATEC

Graphique 3.6

L'inflation des services demeure relativement faible au Luxembourg



Sources: Eurostat, STATEC

4 La gratuité (partielle) des cantines scolaires et des maisons relais depuis la rentrée scolaire 2022 a tiré l'inflation des services au Luxembourg vers le bas en 2023 d'environ 1 point de %. La gratuité des transports publics, en place déjà depuis mars 2020, n'a certes plus joué directement sur les prix des services sur les années récentes, mais comme les prix des transports ont substantiellement augmenté en zone euro, il en découle une moindre inflation des services au Luxembourg qu'en zone euro.

Les prix des matières premières relativement stables

Dans un contexte marqué de tensions commerciales, les prix des matières premières dans leur ensemble sont demeurés stables sur les 4 premiers mois de l'année (cf. graphique 3.5). D'un côté, les incertitudes liées à la nouvelle politique commerciale des États-Unis ont largement poussé à la hausse les prix de l'or (en sa qualité de valeur refuge), avec une augmentation d'environ 25% depuis le début de l'année (et un impact notable sur l'ensemble des métaux précieux). À l'inverse, d'un autre côté, elles pèsent sur les perspectives d'activité mondiale et ont entraîné à la baisse les cours des matières premières énergétiques, notamment du pétrole (cf. chapitre 6).

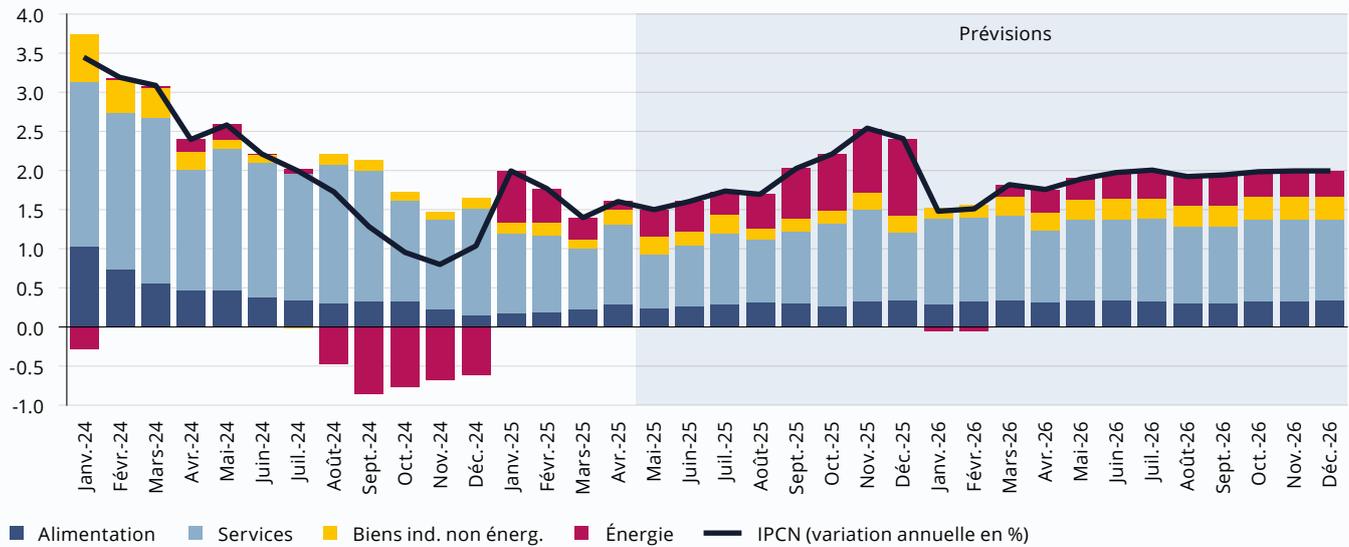
L'inflation des services faible avant l'indexation de mai

Au niveau des services, l'inflation reste également plus faible au Luxembourg par rapport à la zone euro (+2.2% en avril, contre +4.0% en zone euro, cf. graphique 3.6). Sur les 4 premiers mois de l'année, ce sont surtout les restaurants et cafés (2.7% contre 3.8%), l'assurance liée au transport (+0.8% contre 10.4%), les maisons de retraite pour personnes âgées et foyers pour handicapés (+0.1% contre +7.1%) et les services de restauration rapide et de restauration à emporter (2.2% contre 4.0%) qui expliquent cette divergence.

En avril 2025, le Luxembourg a connu l'inflation des services la plus faible en zone euro, devant la France (+2.5%), l'Italie (+3.4%) et la Belgique (+3.6%). En 2023 et 2024, le Luxembourg avait déjà connu, malgré les 3 indexations survenues en 2023, une inflation des services plus faible qu'en zone euro (resp. 3.2% contre 4.9% en 2023 et 3.8% contre 4.0% en 2024)⁴. Depuis le début des multi-crisis (janvier 2020), l'inflation des services au Luxembourg a été de "seulement" 15% contre 20% en zone euro. Sur cette période, les hausses les plus fortes dans ce domaine ont été observées pour des États membres de l'Est (en premier la Lituanie avec +47% depuis janvier 2020). Des évolutions plus comparables à celle du Luxembourg sont à relever en France (+16% sur cette période), en Italie et en Finlande (+17% chacun) ainsi qu'en Grèce et en Espagne (+18% chacun).

Prévisions d'inflation au Luxembourg

Contributions à l'inflation annuelle, en points de %



Source: STATEC (prévisions du 07/05/2025)

L'inflation demeurerait proche des 2% en 2025 et 2026 en zone euro...

La plupart des prévisionnistes anticipent une inflation en zone euro proche des 2% en 2025 et 2026. Pour 2025, les prévisions les plus récentes se situent dans une fourchette allant de 1.9% (Oxford Economics) à 2.2% (OCDE), légèrement plus élevées que celles anticipées au premier trimestre 2025. Pour 2026, l'inflation prévue s'inscrit dans une fourchette de 1.8% (Oxford Economics) à 2.0% (OCDE).

Les nouvelles projections d'Oxford Economics (OE), utilisées dans le modèle de prévision d'inflation du STATEC, soulignent les incertitudes face aux politiques de l'administration Trump et prévoient une dépréciation du taux de change de l'USD par rapport à l'EUR (cf. tableau 1.2 du chapitre 1). L'hypothèse sur le prix du Brent est revue à la baisse, à 68 USD/baril pour 2025 et 67 USD/baril en 2026 (contre 73 USD/baril précédemment). La dépréciation du dollar vis-à-vis de l'euro allégerait davantage la facture pétrolière de l'Europe. L'opposition entre les éventuelles pressions inflationnistes haussières liées à une guerre commerciale et celles baissières correspondant aux risques de ralentissement global (pesant sur la consommation et l'investissement) rendent les perspectives incertaines. Toutefois, en l'absence de mesures de rétorsion significatives sur les droits de douane de l'Europe vis-à-vis des États-Unis, les pressions sur les prix en zone euro devraient s'avérer modérées, notamment sous l'effet de la baisse des coûts de l'énergie résultant de la dégradation conjoncturelle mondiale⁵.

... ainsi qu'au Luxembourg

Les prévisions d'inflation du STATEC intègrent désormais une vue plus détaillée des différents agrégats d'inflation pour le Luxembourg, avec notamment des prévisions spécifiques pour l'inflation des services, de l'énergie, de l'alimentaire (y compris l'alcool et le tabac), et des biens industriels non énergétiques⁶.

⁵ Cf. chapitre 6 et étude 7.1.

⁶ Plus de détails sur les nouvelles équations de prévisions d'inflation utilisées sont fournis dans l'étude 7.3 de cette Note de conjoncture.

Tableau 3.1
Prévisions d'inflation

	Scénario central			Correction des marchés		Relance publique	
	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Variation annuelle en %, sauf mention contraire						
Inflation (IPCN)	2.1	1.9	1.9	1.9	1.8	1.9	2.0
Inflation sous-jacente	2.4	1.8	1.9	1.8	1.9	1.8	1.9
Produits pétroliers	-4.4	1.1	-0.1	0.9	-3.2	1.1	1.0
Cote d'application	2.5	1.7	2.1	1.7	2.1	1.7	2.1
Cote d'application (Indice 100 au 1.1.1948)	944	960	980	960	980	960	980
Prix du Brent (USD/baril)	81	68	67	67	62	68	70
Taux de change USD/EUR	1.08	1.09	1.10	1.08	1.09	1.09	1.12
Indexation des salaires	-	Mai-25	2026 T3	Mai-25	2026 T3	Mai-25	2026 T3

Source: STATEC (Les deux scénarios alternatifs sont expliqués dans le tableau 1.2)

7 Ces prévisions datent du 07.05.2025 et ne tiennent pas compte de la dernière hausse de l'inflation observée en mai 2025. Il convient également de noter que, faute d'informations quantifiables à ce stade, les annonces du gouvernement du 13.05.2025 visant à stabiliser durablement les prix de l'électricité n'ont pas non plus été prises en compte.

La dégradation des perspectives d'activité mondiale et l'annonce par l'OPEP+ d'un relèvement de sa production ont fortement pesé sur les marchés pétroliers ces derniers mois. Ces éléments, combinés à la dépréciation du dollar face à l'euro, devraient continuer à limiter les pressions inflationnistes sur l'énergie au Luxembourg comme en zone euro sur les mois à venir.

Toutefois, l'inflation devrait légèrement se renforcer avec, d'une part, l'échéance d'une tranche indiciaire au 1^{er} mai 2025 et, d'autre part, un renforcement des effets de base positifs sur l'énergie, en particulier sur la fin de l'année (cf. graphique 3.7). Le STATEC prévoit une inflation limitée à 1.9% tant en 2025 qu'en 2026, après 2.1% en 2024. L'inflation des services serait de 1.9% en 2025, après encore 3.7% en 2024 et de 2.1% en 2026, celle de l'alimentation serait de 1.6% en 2025 (après encore 2.6% en 2024) avant d'augmenter à 1.9% en 2026. En revanche, l'inflation de l'énergie diminuerait de 7.2% en 2025 à 4.2% en 2026, reflétant des effets de base négatifs (-3.8% en 2024 et -5.7% en 2023). Selon ces prévisions (qui constituent le scénario central du STATEC), la prochaine indexation des salaires aurait lieu au 3^e trimestre 2026⁷.

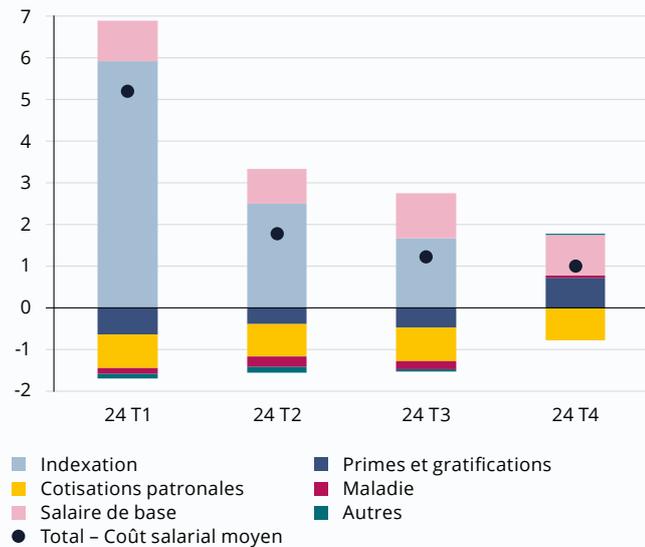
Deux scénarios de risque basés sur des trajectoires alternatives de l'inflation

Comme à l'accoutumée, le scénario central est assorti de deux scénarios alternatifs. Dans chacun de ces scénarios, les prévisions relatives à l'inflation du Luxembourg diffèrent très peu de celles du scénario central. Elles sont identiques pour 2025 et varient seulement de +0.1 point de % dans le scénario favorable "Relance publique" (à 2.0%) et de -0.1 point de % dans le scénario défavorable "Correction des marchés" (à 1.8%). Similaire au scénario central, il y aurait une indexation des salaires au 3^e trimestre 2026, et ce pour chacune des deux trajectoires alternatives.

Graphique 3.8

L'indexation ne contribue plus à la croissance du coût salarial moyen sur la fin de 2024

Impact sur la variation annuelle, en points de %

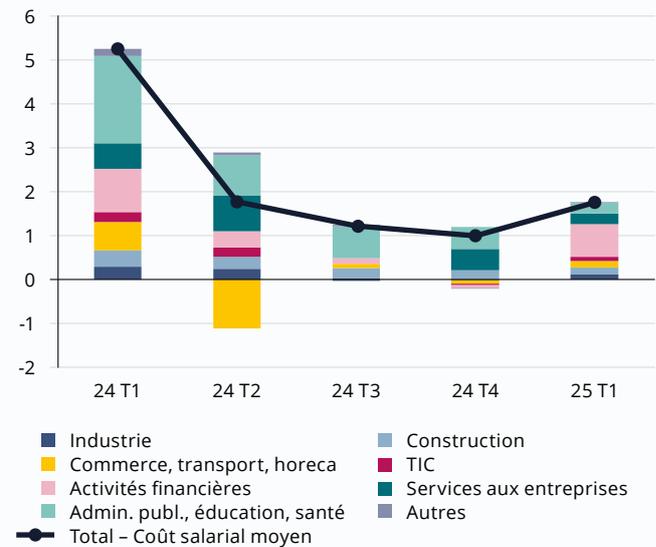


Sources: IGSS, STATEC

Graphique 3.9

Les salaires du secteur public ont fortement contribué à l'inflation salariale en 2024

Contributions, en points de %



Source: STATEC

Ralentissement du coût salarial moyen suite au moindre impact de l'indexation

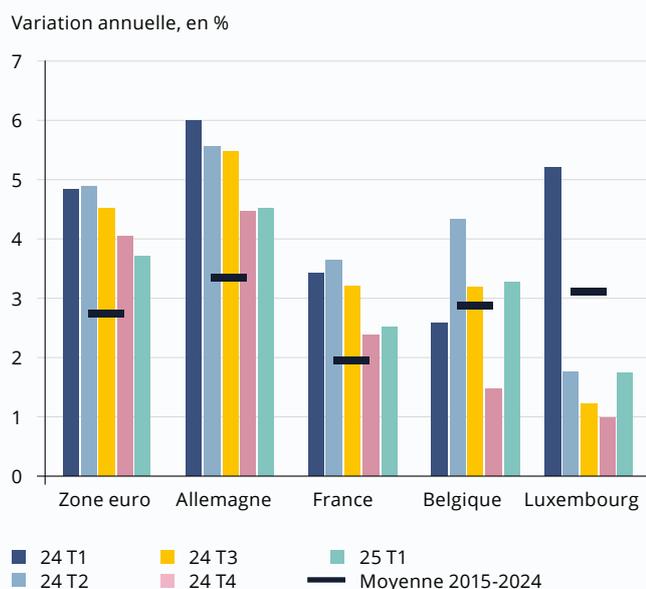
Le coût salarial moyen (CSM) par personne a ralenti au Luxembourg sur la seconde moitié de 2024, progressant de 1.0% sur un an au 4^e trimestre (après 1.2%, 1.8% et 5.2% aux trimestres précédents). La principale raison de ce freinage est la disparition graduelle de l'impact de l'indexation, qui était particulièrement élevé en 2023 et au début de 2024, mais est devenu nul au 4^e trimestre (cf. graphique 3.8). Ainsi, au 4^e trimestre 2024, la croissance du CSM était en grande partie portée par celle du salaire de base hors indexation, dont l'impact positif était comparable à celui relevé sur les trimestres précédents. Par ailleurs, les primes et gratifications ont soutenu l'évolution annuelle du CSM au 4^e trimestre (notamment du côté des activités des sièges sociaux), alors qu'elles avaient joué à la baisse sur les 3 premiers trimestres de l'année.

À l'inverse, l'abaissement temporaire des cotisations patronales⁸ a eu un impact négatif proche de 1 point de % sur la croissance du CSM tout au long de 2024⁹. Cet impact s'inverse en 2025, alors que les cotisations patronales reviennent à la normale. Ainsi, toujours en l'absence d'impact d'indexation, la croissance du CSM de 1.8% sur un an au 1^{er} trimestre 2025 devrait être liée en grande partie au rebond des cotisations patronales (le détail de ces informations n'est pas encore disponible). Par ailleurs, le salaire social minimum a été relevé de 2.6% au début de l'année, soutenant le CSM notamment dans des branches à plus faibles revenus (p.ex. Horeca), même si l'impact d'ensemble devrait s'avérer marginal.

Au niveau des branches, l'administration publique, l'éducation et la santé ont contribué de façon importante à la croissance du CSM en 2024 (cf. graphique 3.9). D'un côté, le secteur public n'était pas concerné par la baisse des cotisations patronales, et, de l'autre, la croissance du CSM y était stimulée par des hausses réelles, au-delà des effets de l'indexation¹⁰. Les services aux entreprises, et plus particulièrement les activités spécialisées, scientifiques et techniques, ont aussi contribué fortement à l'évolution du CSM au 4^e trimestre (en lien avec une hausse des primes et gratifications). Au 1^{er} trimestre 2025, c'est le secteur financier en particulier qui vient soutenir la progression des salaires, notamment en lien avec une prime versée suite à la signature de la convention collective du secteur bancaire¹¹.

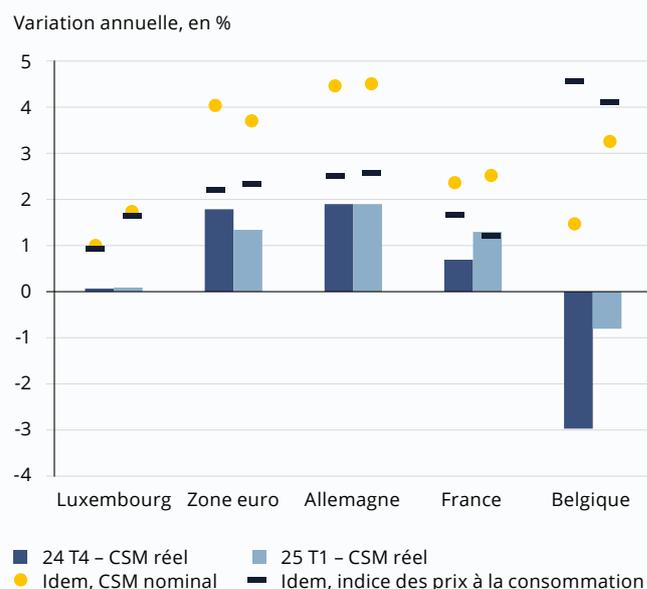
- 8 Celui-ci a été décidé pour compenser les entreprises du coût du paiement de la tranche indiciaire de septembre 2023 pour l'équivalent de 5 mois.
- 9 La réduction des cotisations patronales a un impact baissier sur le coût salarial moyen, mais n'affecte pas la rémunération perçue par les salariés.
- 10 L'accord salarial de décembre 2022 instaure une hausse de la valeur du point indiciaire de 1.95% à partir de janvier 2024, après une hausse temporaire de 5% de la valeur des 100 premiers points en 2023.
- 11 <https://abbl.lu/en/professionals/collective-bargaining-agreement-banking-sector>

Graphique 3.10
Ralentissement du CSM nominal en zone euro...



Sources: Eurostat, STATEC

Graphique 3.11
... et hausse du CSM réel



Sources: Eurostat, STATEC

12 Le CSM réel est calculé en déflétant le coût salarial moyen par l'indice des prix à la consommation (IPCN pour le Luxembourg, IPCH pour les autres pays).

Freinage du CSM nominal et rattrapage du CSM réel en zone euro

En zone euro, le CSM poursuit un ralentissement graduel et affiche une croissance de 3.7% sur un an au 1^{er} trimestre 2025 (contre +4.8% un an plus tôt). La progression demeure cependant au-dessus de la moyenne des 10 dernières années (+2.7%). Une tendance au freinage s'observe en France et en Allemagne, alors qu'en Belgique le CSM a considérablement accéléré au début de 2025, notamment suite à des indexations (cf. graphique 3.10). En comparaison, la croissance du CSM au Luxembourg (+1.8% sur un an) est la plus faible de l'Union européenne au 1^{er} trimestre 2025, devant la Finlande (+2.4%) et la France (+2.5%).

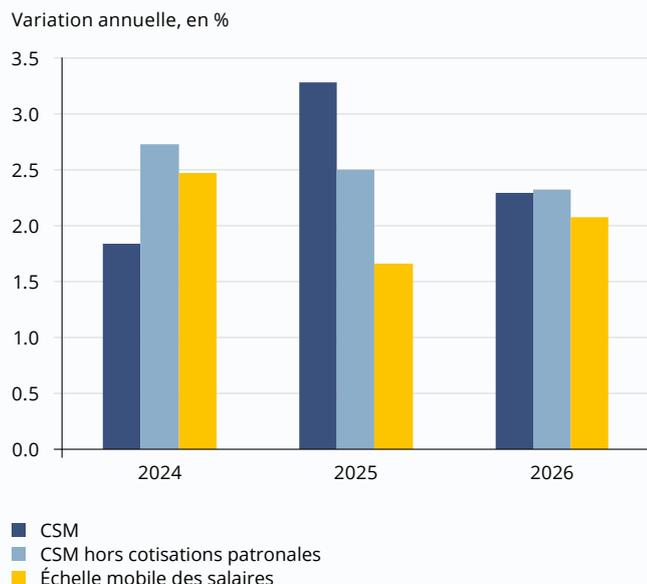
En général, le freinage des salaires est notamment favorisé par le recul de l'inflation, qui retourne à des niveaux proches de 2%. La croissance du coût salarial, demeurant plus élevée, permet alors un rattrapage du CSM réel¹², qui avait baissé dans de nombreux pays suite à la crise énergétique. Ainsi, le CSM réel affiche une progression de 2% sur un an au 2^e semestre 2024 en zone euro, s'approchant à nouveau du point haut atteint en 2021. Le CSM réel est en hausse en France et encore davantage en Allemagne (cf. graphique 3.11). En Belgique par contre, il diminue, notamment en raison de la forte inflation (qui est, avec plus de 4%, parmi les plus élevées de la zone euro). Au Luxembourg, le CSM réel stagne sur les deux derniers trimestres. L'effet de rattrapage que l'on observe actuellement pour la plupart des pays de la zone euro s'y était en effet produit de manière plus précoce (cf. ci-après).

Le CSM augmenterait de 3.3% en 2025 et de 2.3% en 2026 au Luxembourg

En 2025, le coût salarial moyen augmenterait de 3.3% au Luxembourg, notamment sous l'impulsion de l'échelle mobile qui progresserait de 1.7% suite à la tranche indiciaire de mai 2025. De plus, la croissance du CSM serait impactée par les cotisations patronales, qui, après avoir été temporairement abaissées en 2024, reviennent à la normale. Ce rebond, qui ne concerne que le secteur marchand, contribuerait pour près d'1 point de % à la croissance du CSM en 2025. En 2026, cet effet ne jouera plus, et l'augmentation prévue du CSM de 2.3% s'expliquerait presque entièrement par l'indexation (cf. graphique 3.12), en lien également avec la nouvelle tranche indiciaire prévue pour le 3^e trimestre 2026.

Graphique 3.12

La trajectoire du coût salarial dominée par l'indexation et le rebond des cotisations patronales



Sources: IGSS, STATEC (2025-2026: prévisions)

Tableau 3.2

Poursuite du ralentissement du coût salarial moyen en zone euro

	2024	2025	2026
	Variation annuelle du CSM en %		
Zone euro	4.6	3.3	2.7
Allemagne	5.3	3.4	2.9
France	3.2	2.5	2.0
Belgique	2.9	3.6	2.2
Luxembourg	1.8	3.3	2.3

Sources: Eurostat, Commission européenne, IGSS, STATEC (2025-2026: prévisions)

Ainsi, en faisant abstraction des effets liés à l'adaptation des cotisations patronales, le CSM ralentirait légèrement en 2025-2026 (cf. graphique 3.12), avec cependant une évolution contrastée entre les différents secteurs. Les salaires dans le non-marchand progresseraient notablement en 2025 suite à l'accord salarial de la fonction publique conclu en janvier dernier, instaurant une hausse de 2% de la valeur du point indiciaire en 2025 et de 0.5% supplémentaire en 2026. Dans le secteur privé, le marché du travail peu dynamique et la hausse du taux de chômage pèseraient sur la progression des salaires en 2025. Cet effet se dissiperait en 2026, mais les salaires resteraient peu dynamiques.

Le scénario alternatif de prévision "Correction des marchés" impliquerait une croissance légèrement plus faible du CSM en 2025 et 2026 (-0.1 point de % par année). Ceci s'expliquerait par la situation dégradée dans le secteur privé, notamment l'évolution moins favorable de la productivité, qui y pèserait sur les salaires. Le scénario "Relance publique" ne montre quant à lui pas de différence significative pour l'évolution du CSM par rapport au scénario central.

Le pouvoir d'achat des salaires dépasserait son niveau pré-crise en zone euro

En zone euro, notamment en Allemagne et en France, le CSM continuerait à ralentir en 2025 et 2026 (cf. tableau 3.2), mouvement favorisé par le recul de l'inflation. Cependant, une pression au rattrapage des salaires à l'inflation passée devrait persister, de sorte que la croissance du CSM resterait plus élevée que celle des prix. Ainsi, le CSM réel augmenterait en 2025 et 2026 en zone euro. Il se rapprocherait ainsi de son niveau observé en 2021 (tout en le dépassant en 2026), récupérant la perte de pouvoir d'achat salarial consécutive à la crise énergétique et l'envolée des prix subséquente. En Belgique et au Luxembourg, les ajustements du CSM réel ont été plus rapides, notamment grâce à l'indexation automatique, de sorte que le CSM réel s'y établissait déjà dès 2023 au-dessus du niveau pré-crise. Au Luxembourg, le CSM réel augmenterait de 1.4% en 2025¹³ et de 0.4% en 2026.

13 Il faut rappeler que cette hausse du CSM réel en 2025 ne correspond pas à la hausse des salaires réels en raison du rebond des cotisations patronales, affectant le coût salarial moyen mais pas les salaires.



04

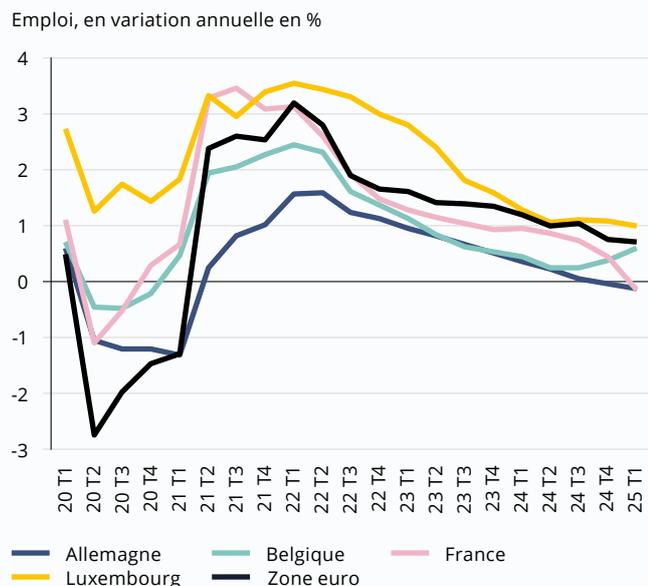
**MARCHÉ
DU TRAVAIL**



Le marché du travail demeure peu dynamique en zone euro, hormis dans les pays du Sud, notamment en Espagne. Au Luxembourg, la croissance de l'emploi a nettement ralenti depuis 2022 et semble se stabiliser à un niveau historiquement faible au tournant de 2024 et 2025, particulièrement dans les branches marchandes. Le taux de chômage continue à augmenter sur le début de l'année, mais de façon un peu moins prononcée que sur la fin de 2024, notamment sous l'effet d'une moindre baisse des effectifs de la construction. Certains indicateurs avancés de l'emploi envoient des signaux un peu plus positifs.

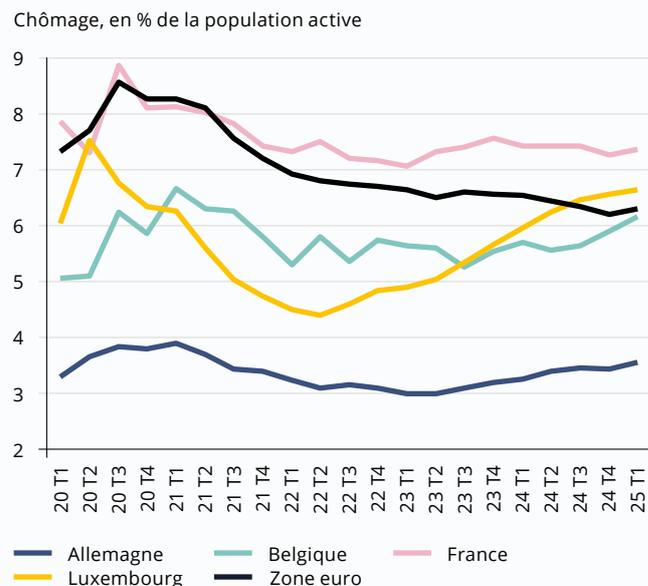
En lien avec l'amélioration de l'activité, le STATEC prévoit un renforcement modéré de la croissance de l'emploi et une baisse du chômage, mais seulement à partir de 2026. La progression des effectifs au Luxembourg resterait marquée par une contribution significative du secteur public, avec un meilleur soutien du secteur marchand l'année prochaine.

Graphique 4.1
L'emploi ralentit en zone euro...



Source: Eurostat

Graphique 4.2
... mais le chômage demeure faible



Source: Eurostat (données désaisonnalisées)

Zone euro: l'emploi moins dynamique

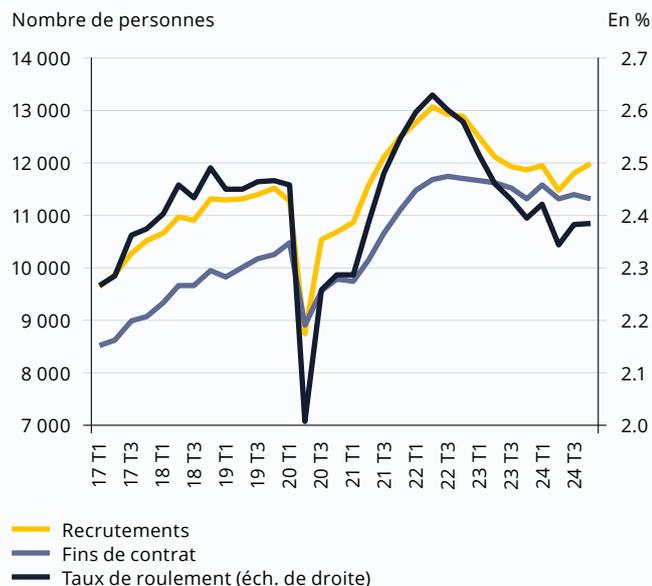
L'emploi en zone euro a continué à ralentir sur les derniers trimestres. Après un pic à +3.2% sur un an (en T1 2022), il n'augmente plus que de 0.8% en T4 24 et de 0.7% en T1 25 (cf. graphique 4.1), porté surtout par la bonne performance de l'Espagne. C'est le secteur public (administration, défense, éducation, santé et action sociale) qui a créé le plus d'emplois sur les 3 premiers mois de l'année (plus de la moitié), suivi du commerce, transports et Horeca, des services aux entreprises et des services à la personne. L'industrie et l'agriculture notent, par contre, une baisse de l'emploi.

Le taux de chômage reste quant à lui très faible, touchant 6.2% de la population active en avril 2025, soit environ 2 points en dessous du pic atteint lors de la crise Covid (cf. graphique 4.2). Sur les trimestres récents, ce repli découle toutefois surtout des pays du Sud (Espagne, Italie et Grèce). Ailleurs, et notamment au Luxembourg et dans les pays voisins, le chômage tend à augmenter. Dans ses prévisions de printemps, la Commission européenne table néanmoins sur une prolongation de la baisse du taux de chômage en zone euro, qui passerait de 6.4% en 2024 à 6.1% en 2026, à nouveau surtout du fait de l'Espagne, de l'Italie et de la Grèce. Le Luxembourg, ainsi que ses voisins frontaliers, devraient quant à eux subir une hausse du chômage cette année, mais probablement une baisse dès 2026.

Luxembourg: le marché du travail peu dynamique

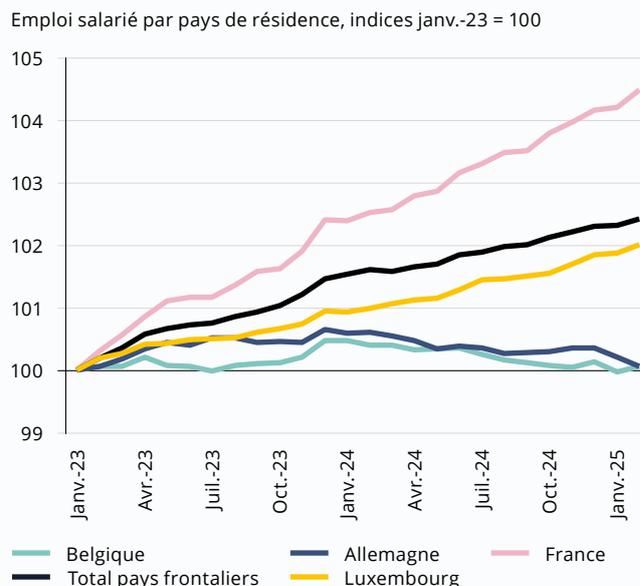
Au Luxembourg, la progression de l'emploi s'est stabilisée à un niveau très faible (+1.0% sur un an en T1 2025, +0.2% sur un trimestre) et le chômage continue à augmenter, même si la hausse est de moins en moins prononcée. Ce manque de dynamisme s'observe également au niveau du taux de roulement (rapportant les créations d'emploi et les fins de contrat à l'emploi salarié), qui demeure à un niveau plutôt bas (cf. graphique 4.3). On note toutefois une remontée des recrutements sur la deuxième moitié de 2024.

Graphique 4.3

Les recrutements remontent sur la fin de 2024

Sources: IGSS, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 4.4

Moins de travailleurs frontaliers belges et allemands

Sources: IGSS, STATEC (données désaisonnalisées)

La majorité des créations nettes d'emploi au bénéfice des frontaliers français

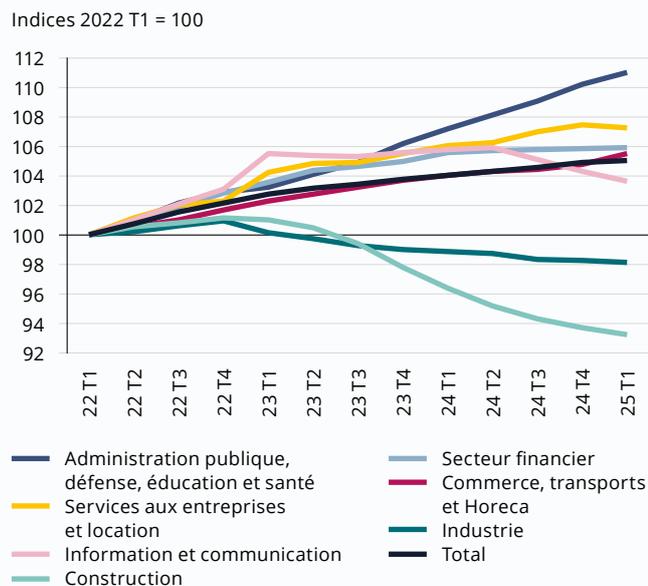
La progression de l'emploi frontalier et de l'emploi national est relativement similaire au 1^{er} trimestre 2025 (resp. +0.9% et 1.0% sur un an), ce qui caractérise habituellement les phases de basse conjoncture (pendant les phases de haute conjoncture, l'emploi frontalier est normalement bien plus dynamique que celui des résidents). Actuellement, ce sont surtout les travailleurs résidant en France qui font augmenter l'emploi au Luxembourg (+2% en 2024, à l'origine de la moitié des créations nettes d'emploi, cf. graphique 4.4). Depuis janvier 2024, les frontaliers allemands et belges sont en baisse (resp. -600 et -260 personnes jusqu'à février 2025). Cette évolution provient surtout de la construction, du secteur financier, du commerce, des TIC et de l'industrie. Les frontaliers venant de France, par contre, ont augmenté sur cette période dans le commerce, le secteur financier et l'industrie.

À noter par ailleurs qu'en 2024, 10% des travailleurs de nationalité luxembourgeoise n'habitaient pas au Grand-Duché (il y a 10 ans, ils étaient seulement 4%). Environ 4% d'entre eux résidaient en France (contre 1% seulement en 2014) et 3% resp. en Belgique et en Allemagne (contre 2% chacun il y a 10 ans). En ce qui concerne les frontaliers français, seuls 80% d'entre eux ont la nationalité française (90% il y a 10 ans). Parmi les autres travailleurs en provenance de l'Hexagone, 7% sont de nationalité portugaise (contre 3% il y a 10 ans), 4% sont luxembourgeois (1% en 2014) et 2% sont italiens (1% en 2014).

Le secteur public à l'origine de la majorité des créations d'emplois nettes

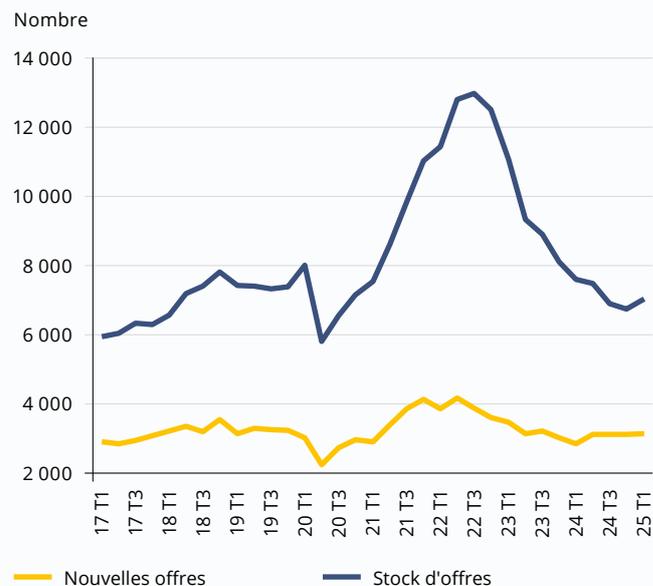
Au 1^{er} trimestre de 2025, l'emploi n'a augmenté que de 0.2% sur un trimestre, après +0.3% sur les deux trimestres précédents. Ce freinage est surtout attribuable aux services aux entreprises, notamment à l'emploi intérimaire. Le secteur public explique presque l'entièreté de la dynamique de l'emploi (0.2 point de %), le reste provenant de l'Horeca (0.1 point), la construction contribuant toujours négativement – mais bien moins que sur les trimestres précédents – à l'évolution de l'emploi (-0.1 point de %).

Graphique 4.5
Des tendances très contrastées pour l'emploi selon les branches



Source: STATEC (comptes nationaux, données désaisonnalisées)

Graphique 4.6
Légère remontée des offres d'emploi au début de l'année



Sources: ADEM, STATEC (données désaisonnalisées)

1 À ce propos, l'ADEM évoque une inadéquation croissante entre les profils recherchés et ceux qui sont disponibles: ADEM, "Zoom sur les évolutions et tendances récentes dans le domaine de l'informatique", juin 2025 <https://adem.public.lu/content/dam/adem/fr/publications/adem/zoom-emploi/zoom-emploi-2025-06.pdf>

La construction note en effet, avec -330 personnes sur un trimestre, toujours la baisse de l'emploi la plus importante, suivie des services aux entreprises (-191 personnes), des TIC (-120 personnes), de l'industrie et des activités des ménages (un peu plus de -30 personnes chacun). Pour la construction et pour l'industrie, les baisses semblent toutefois se réduire peu à peu sur les derniers trimestres. L'emploi dans le secteur financier par contre est en train de ralentir fortement (+0.1% sur un trimestre en T1 2025, après encore +1.0% en T4 2022), surtout à cause d'une moindre progression de l'emploi dans la gestion de fonds d'investissement et de pension. Un peu d'espoir provient du commerce, de l'Horeca, des activités immobilières et des services aux personnes où l'emploi semble accélérer légèrement sur les derniers trimestres.

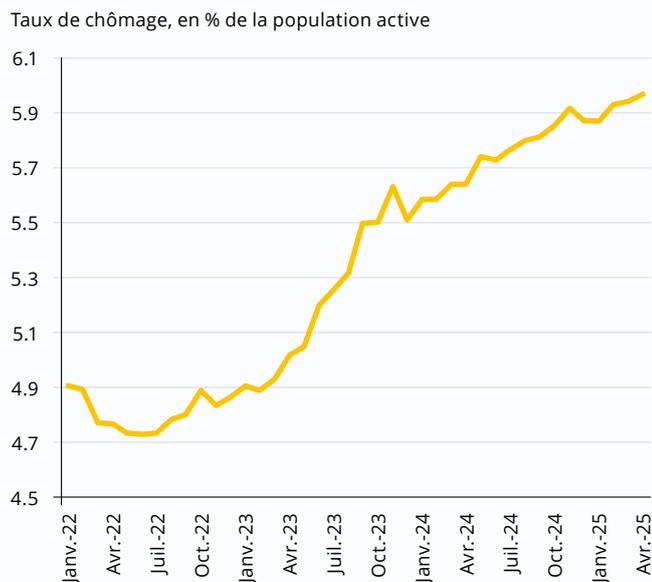
Les offres d'emploi de nouveau en hausse

Un autre aspect plus positif concerne les offres d'emploi, qui sont remontées au 1^{er} trimestre 2025 (+4.3% par rapport au 4^e trimestre 2024, cf. graphique 4.6). Ce sont surtout les services aux entreprises qui ont déclaré plus de nouveaux postes vacants sur les 3 premiers mois de l'année, suivis des transports, de la santé et action sociale et de l'industrie. Le taux d'emplois vacants (rapportant les postes ouverts à l'ensemble des postes, vacants et occupés) a particulièrement augmenté dans les transports (de 1.3% en T4 2024 à 1.7% en T1 2025), dans l'Horeca (de 1.4% à 1.7% sur cette même période) et dans l'industrie (de 0.8% à 1.0%).

Progression moins forte du chômage

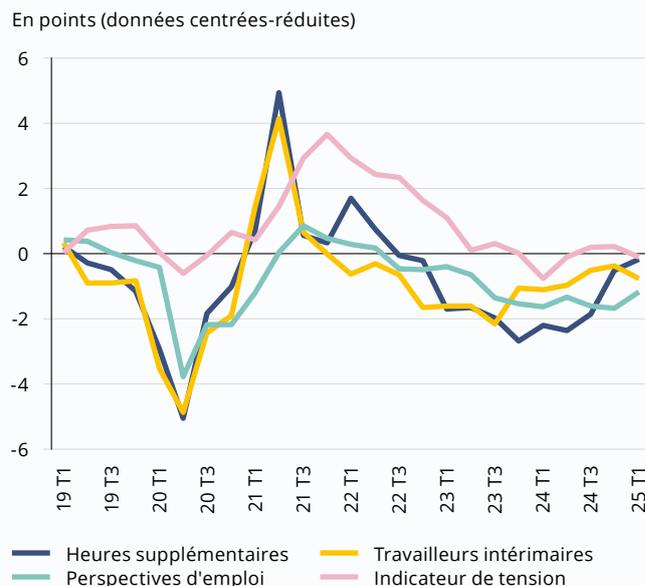
Le chômage a continué à augmenter sur le début de l'année, mais de manière moins prononcée que sur la fin de 2024 (le nombre de chômeurs a augmenté de 0.9% sur un trimestre en T1 2025, après +1.9% encore en T4 2024). Cette moindre hausse s'explique surtout par la baisse des demandeurs d'emploi issus de la construction (-11.4% sur un trimestre, contribuant à -0.9 point de %). Les chômeurs issus d'autres branches continuent à augmenter, surtout ceux des activités de support à l'entreprise (+0.6 point, notamment dans les systèmes d'information et de télécommunication¹ ainsi que dans la comptabilité et gestion), suivis de ceux provenant de l'Horeca et des transports (+0.2 point chacun).

Graphique 4.7

La hausse du chômage tend à se modérer

Sources: ADEM, IGSS, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 4.8

Certains indicateurs avancés de l'emploi donnent des signaux positifs

Sources: IGSS, ADEM, STATEC, calculs STATEC

Alors que la guerre en Ukraine avait entraîné une hausse du chômage en 2022 (+0.1 point de %), l'impact des réfugiés ukrainiens sur le taux de chômage reste relativement stable depuis. En effet, le nombre de réfugiés ukrainiens actifs sur le marché du travail luxembourgeois s'est stabilisé à un peu moins de 1 400 personnes depuis la mi-2023. Toutefois, la part qui est en emploi a diminué (de 75% à la mi-2023 à 66% en avril 2025). D'autre part, le nombre de réfugiés ukrainiens inscrits à l'ADEM tend à augmenter depuis juin 2023, même si les nouvelles inscriptions diminuent. Ces réfugiés semblent donc avoir de plus en plus du mal à trouver un emploi.

Des perspectives qui s'améliorent très légèrement

Les indicateurs dits "précurseurs de l'emploi", tels que les heures supplémentaires, le travail intérimaire, les perspectives d'emploi des entrepreneurs ou encore l'indicateur de tension, envoient des signaux un peu plus positifs sur les derniers mois (cf. graphique 4.8). Les heures supplémentaires, qui avaient fortement baissé en 2023 et 2024 (resp. de -10.2% et de -8.3%), se redressent lentement depuis la mi-2024. Le travail intérimaire, qui baisse depuis 2022, s'est stabilisé à la fin de 2023 et remonte timidement depuis la fin de 2024 (+0.4% sur un trimestre en T3 et +1.9% en T4)². Les perspectives d'emploi des entrepreneurs issues des enquêtes de conjoncture, à défaut d'enregistrer un rebond significatif, semblent au moins avoir cessé de se dégrader. C'est dans l'industrie qu'elles se sont le plus nettement améliorées au cours des derniers mois, mais les autres branches montrent des résultats assez volatils et sans tendance claire.

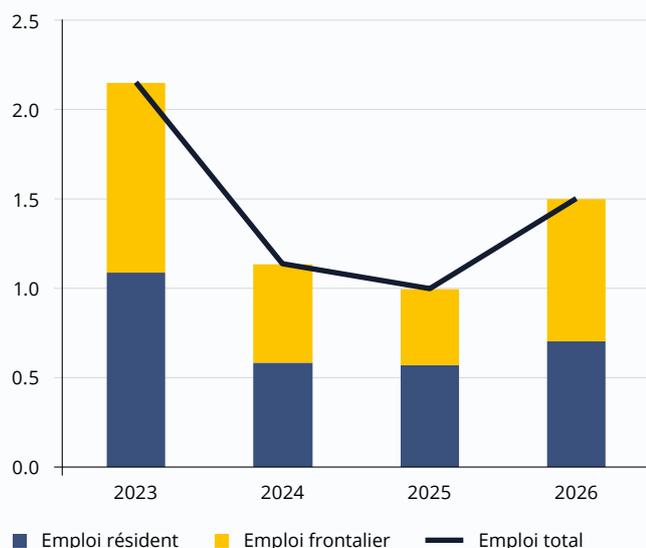
Ces différents éléments, combinés à la marche hésitante de l'activité au début de 2025 (cf. chapitre 2) ne permettent pas d'envisager une accélération de l'emploi cette année, mais seulement un moindre freinage (voir ci-après).

² Les premières données pour T1 2025 témoignent toutefois d'une nouvelle baisse du travail intérimaire sur le début de l'année.

Graphique 4.9

Les créations d'emploi ne se renforceraient qu'à partir de 2026...

Variation annuelle en % et contributions en points de %

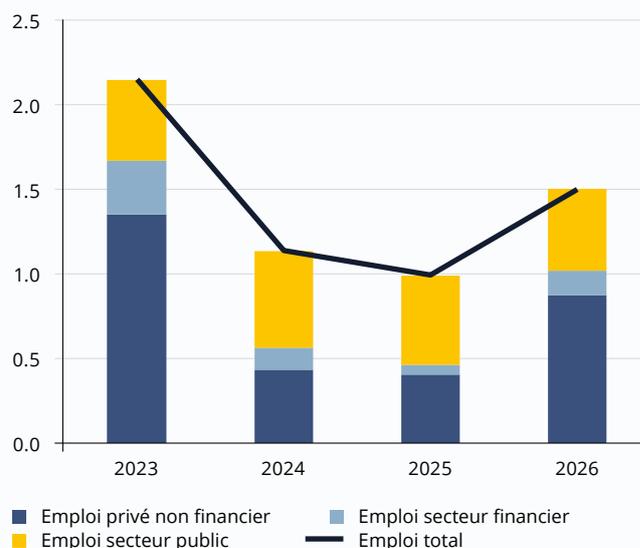


Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 4.10

... avec un redémarrage centré sur le secteur marchand

Variation annuelle en % et contributions en points de %



Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

3 Cf. l'étude 7.2 "La baisse de la productivité du travail au Luxembourg influencée par la rétention de main-d'œuvre?" de cette Note de conjoncture.

Prévisions: des créations d'emploi au plus bas en 2025...

La croissance de l'emploi a nettement ralenti en 2024 et devrait rester très modérée en 2025. Sur ces deux années, le Luxembourg évolue à un rythme annuel proche de 1%, historiquement faible (comparable à une année de crise comme 2009 et très éloigné des quelque 3% enregistrés en moyenne par an sur la décennie 2010).

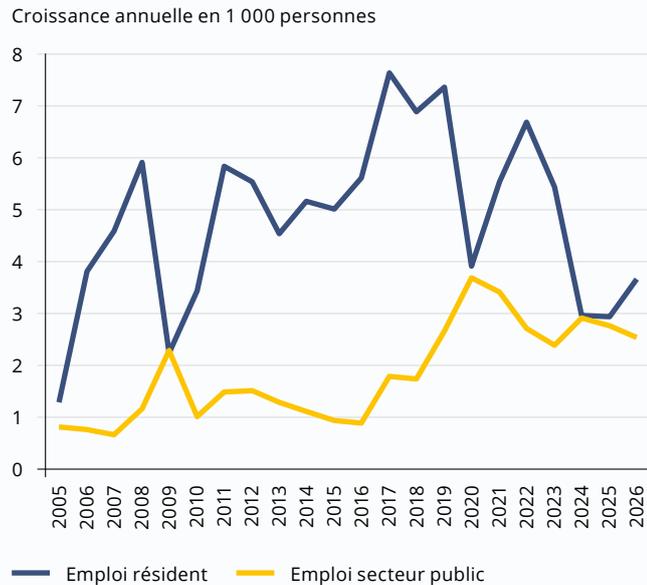
... mais qui devraient se renforcer en 2026 avec la reprise attendue de l'activité

Après une certaine stabilisation de la croissance de l'emploi total à +1.0% en 2025, une accélération à +1.5% interviendrait en 2026. Cette trajectoire s'inscrit dans un contexte de reprise économique progressive, avec un décalage habituel de trois à quatre trimestres entre la croissance de l'activité (valeur ajoutée brute en volume - VAB) et celle de l'emploi. La VAB devrait en effet connaître une reprise modérée dès la seconde moitié de 2025, soutenue par un environnement macroéconomique plus favorable, notamment grâce à l'assouplissement des taux d'intérêt. Par ailleurs, les effets négatifs de la crise du logement semblent s'atténuer: la reprise progressive de l'investissement résidentiel devrait également soutenir la création d'emplois, en particulier dans la construction et les services liés. À noter que la hausse de la rétention de main-d'œuvre sur les dernières années³ pourrait freiner la reprise de l'emploi sur les trimestres à venir.

Des moteurs d'emploi contrastés: un secteur public dynamique, le reste en attente

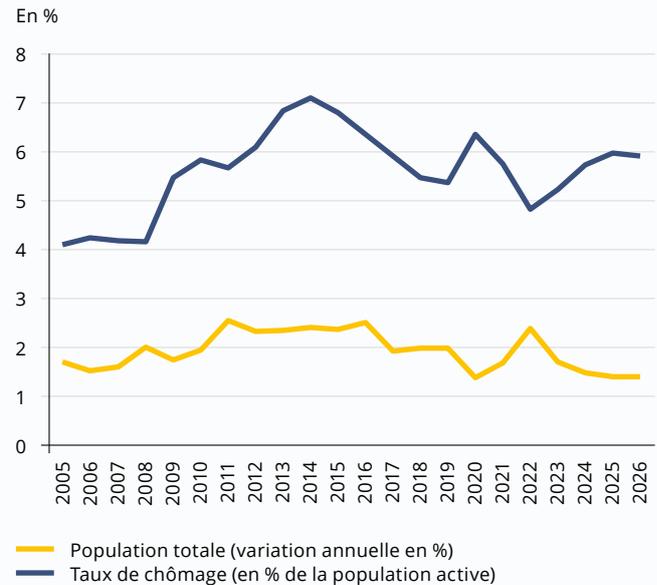
La croissance de l'emploi au Luxembourg resterait marquée en 2025 et 2026 par une contribution significative du secteur public. Celui-ci continuerait à jouer un rôle moteur, avec des hausses soutenues de +3.5% en 2025 et +3.1% en 2026, après un dernier pic à +3.8% en 2024. Le secteur marchand viendrait renforcer les créations d'emplois, mais seulement à partir de 2026 (cf. graphique 4.10), avec une contribution plus importante des travailleurs frontaliers.

Graphique 4.11

L'emploi public demeurerait relativement dynamique

Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 4.12

Vers un ralentissement de la population et un chômage encore élevé

Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

La dynamique récente soutient de manière disproportionnée l'emploi résident, bien plus présent dans le secteur public (les frontaliers occupant seulement un quart des emplois dans les branches non marchandes⁴). Dans un contexte de faible dynamisme du secteur marchand, cette concentration des créations d'emplois dans le public révèle la fragilité de la reprise. Une telle configuration ne s'observe généralement qu'en période de crise, comme lors de la grande récession financière (2008/2009) ou de la pandémie de Covid-19 (cf. graphique 4.11).

En parallèle, le secteur marchand peinerait à retrouver son dynamisme d'avant-crise. Après une croissance modeste de +0.3% en 2025, il amorcerait un redressement à +1.0% en 2026, porté par une amélioration de la conjoncture intérieure évoquée ci-avant. De même, le secteur financier, pilier traditionnel de l'économie luxembourgeoise, connaîtrait un ralentissement marqué en 2025 (+0.5%, après +1.3% en 2024), avant de rebondir en 2026 (+1.4%), porté notamment par l'amélioration de l'environnement financier international.

Cette faiblesse du secteur marchand se reflète également dans l'évolution de l'emploi frontalier, qui progresse légèrement plus vite que l'emploi résident (+1.1% en 2025, +1.9% en 2026), tout en demeurant nettement inférieur aux tendances d'avant-crise (+3-4% de croissance annuelle). La demande de main-d'œuvre frontalière, traditionnellement concentrée dans le secteur marchand, resterait bridée en 2025 par la prudence des entreprises et le ralentissement de certains projets d'investissement.

Un taux de chômage encore élevé sur l'horizon de prévision

Le taux de chômage resterait élevé au Luxembourg, atteignant 6.0% de la population active sur l'ensemble de 2025 avant de reculer très légèrement à 5.9% en 2026. Ce niveau relativement élevé (le dernier pic était de 7.1% en 2014) témoigne de difficultés persistantes sur le marché du travail, en particulier dans un contexte où le secteur marchand peine à recréer une dynamique d'embauche suffisante. La croissance de l'emploi public permet d'amortir partiellement le choc, mais ne suffit pas à enrayer une dégradation plus structurelle de l'emploi.

⁴ Administration publique, défense, éducation et santé.

Tableau 4.1

Marché du travail – données observées et prévisions

	Scénario central					Correction des marchés ¹		Relance publique ²	
	2024	1995-2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Niveau (personnes)	Évolution (en % ou en points de %)	Évolution en % sauf si spécifié différemment						
Population totale ³	681 973	1.8	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
Solde migratoire (% de la pop. tot.)	9 281	.	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
Population en âge de travailler ⁴	435 469	1.9	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1
Population active	313 961	2.1	1.6	1.3	1.2	1.2	1.1	1.3	1.2
Taux d'activité (% de la pop. en âge de travailler) ⁵	.	71.2	72.1	72.2	72.3	72.2	72.3	72.2	72.3
<i>Idem, femmes⁵</i>	.	61.9	68.8	68.9	69.1	68.9	69.1	68.9	69.1
Emploi total intérieur	517 820	3.1	1.1	1.0	1.5	0.7	1.2	1.0	1.6
dont: frontaliers entrants	235 904	5.2	1.2	1.1	1.9	0.6	1.3	1.1	2.0
emploi résident	295 964	2.0	1.0	1.0	1.2	0.9	1.1	1.0	1.3
Durée de travail moyenne	.	-0.3	0.2	0.0	-0.2	0.0	-0.2	0.0	-0.2
Nombre de chômeurs (ADEM)	18 009	4.7	11.4	5.5	0.0	6.8	1.2	5.3	-0.7
Taux de chômage (% de la pop. act.) ⁵	.	4.6	5.7	6.0	5.9	6.1	6.1	6.0	5.9

¹ Dans ce scénario défavorable, les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduisent à un durcissement des conditions financières, les rendements plus élevés faisant grimper les taux de prêt et pesant sur les marchés boursiers. ² Dans ce scénario favorable, l'économie mondiale se renforce grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE.

³ Au 31 décembre. ⁴ 20-64 ans. ⁵ En niveau.

Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

La dynamique démographique en perte de vitesse

La population continuerait à croître, mais à un rythme nettement plus modéré qu'au cours des deux dernières décennies: +1.4% en 2025 comme en 2026. Ce ralentissement, avec un rythme comparable à celui d'années telles que celles de la grande crise financière ou de la pandémie de Covid-19, s'explique principalement par le fléchissement de l'immigration observé depuis trois ans, alors que les niveaux d'émigration sont restés relativement stables depuis 2022. Ainsi, en 2024, les mouvements bruts de population, avec environ 25 700 arrivées contre 16 400 départs, ont confirmé une tendance au ralentissement migratoire. Cette évolution refléterait un essoufflement des moteurs traditionnels de croissance démographique, notamment l'immigration liée à l'emploi. Dans un contexte de reprise économique hésitante, elle pourrait limiter à moyen terme le potentiel de croissance du pays.

Enfin, les départs à la retraite s'intensifieraient au cours de la période, en lien avec le vieillissement de la population active. Cette tendance, déjà amorcée, devrait s'accélérer en 2025 et 2026, exerçant une pression supplémentaire sur les besoins de remplacement dans les secteurs public comme privé. Si elle peut contribuer à contenir la hausse du chômage, cette vague de départs soulève également des enjeux de transmission des compétences et de renouvellement des effectifs, dans un contexte de tensions sur certains métiers.

D'après le scénario alternatif "Correction des marchés", l'emploi pourrait ralentir davantage (à 0.7% en 2025, puis 1.2% seulement en 2026), sans baisse du chômage, qui resterait proche de 6.1% sur les deux années. L'autre scénario alternatif, "Relance publique", est très proche du scénario central, avec une reprise de l'emploi légèrement plus forte en 2026 (+1.6%).





05

**FINANCES
PUBLIQUES**



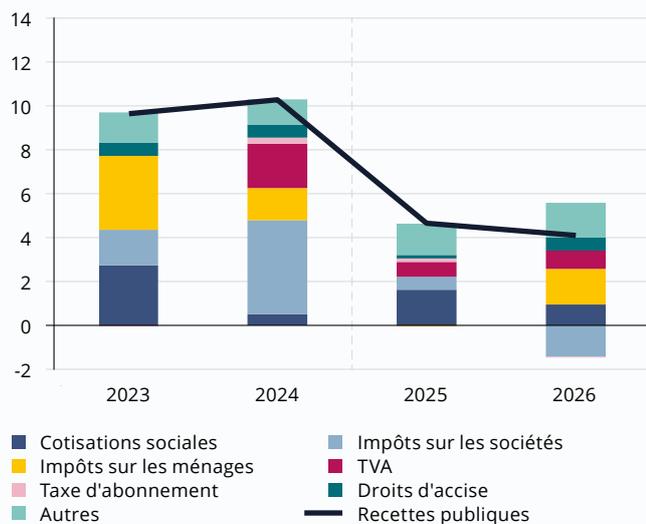
Les recettes publiques ont affiché une très forte croissance de 10% en 2024 (un rythme similaire à 2023), stimulées principalement par les impôts sur les sociétés et le relèvement des taux de TVA. Les dépenses ont au contraire fortement freiné (passant de +12% en 2023 à +6% en 2024), en particulier les subventions et transferts liés à la crise énergétique. Cette croissance bien plus forte des recettes que des dépenses a engendré un excédent budgétaire de 1% du PIB en 2024.

Le solde public devrait repasser en territoire négatif à l'horizon 2026 (0% du PIB en 2025, -0.9% en 2026), sous l'effet d'un ralentissement important de la croissance des recettes, alors que les dépenses accéléreraient légèrement en 2025 avant de ralentir en 2026. Les recettes publiques devraient freiner avec l'allègement des impôts en faveur des ménages et sous l'hypothèse d'une perte d'élan des impôts sur les sociétés. Les dépenses seraient quant à elles stimulées par les prestations sociales, les salaires, l'investissement et les transferts.

Graphique 5.1

Les recettes publiques devraient freiner après deux ans de forte croissance

Contributions à la variation, en points de %

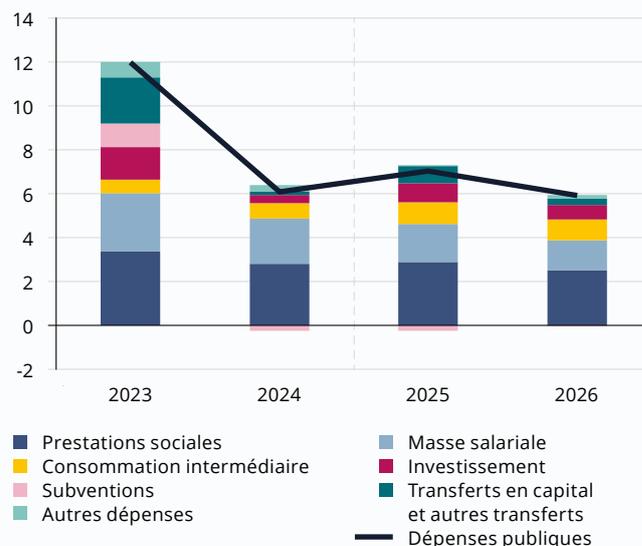


Source: STATEC (données produites selon l'optique des comptes nationaux, 2025-2026: prévisions)

Graphique 5.2

Les dépenses accéléreraient légèrement en 2025, avant de ralentir

Contributions à la variation, en points de %



Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

1 Lié à une demande d'ajustement d'avances de quelques contribuables.

2 Après l'abaissement temporaire de la TVA en 2023 (-1 point de %), les taux sont revenus à la normale en 2024.

Des recettes publiques plus dynamiques que les dépenses en 2024...

Les recettes fiscales ont affiché une forte progression de 10% sur un an en 2024, plus élevée que prévu à l'automne (et bien plus forte que la croissance historique moyenne de 6%). Cette révision à la hausse découle d'un encaissement important d'impôts sur les sociétés au 4^e trimestre 2024¹. Sur l'ensemble de l'année, les recettes ont aussi été stimulées par des soldes d'impôts très élevés remboursés par quelques sociétés, le relèvement des taux de TVA², les revenus sur capitaux des ménages et les droits d'accise sur le tabac. Les recettes de la taxe sur les transactions immobilières sont remontées au 4^e trimestre, mais marquent un recul sur l'ensemble de l'année.

La croissance des dépenses publiques a été bien inférieure à celle des recettes en 2024 (avec +6.1%). Ce ralentissement intervient après deux années de forte hausse liée à la crise énergétique et l'inflation élevée. Il s'explique principalement par une baisse des subventions et par un ralentissement de l'investissement et des transferts en capital et autres transferts courants.

... mais le phénomène devrait s'inverser en 2025 et 2026

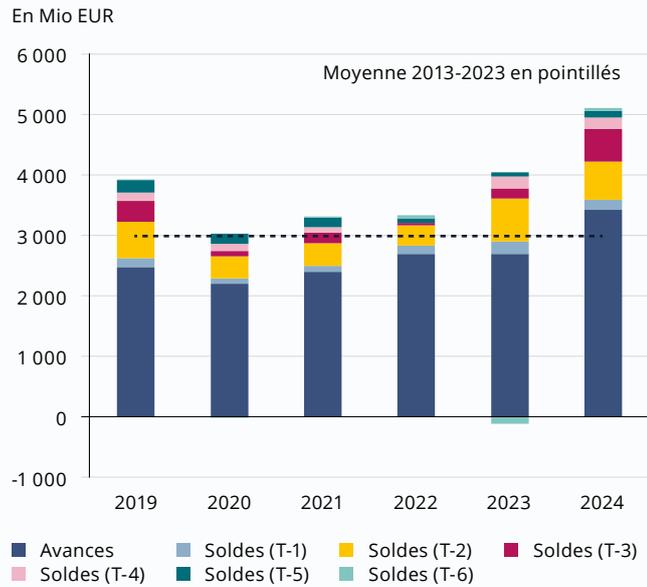
Les recettes publiques devraient freiner en 2025 (+4.6% prévus) et 2026 (+4.1%), sous l'effet de l'adaptation des barèmes d'imposition des ménages et du ralentissement des impôts sur les sociétés. L'élasticité des recettes par rapport au PIB nominal reviendrait proche de l'unité, supposant un certain retour à la normale par rapport à la croissance de l'activité. De l'autre côté, les dépenses devraient légèrement accélérer en 2025 (+7.0%) avant de ralentir en 2026 (+5.9%). Si la majorité des dépenses sont des prestations sociales et de la masse salariale, l'accélération en 2025 proviendrait surtout de l'investissement et des transferts.

Les mesures de soutien (logement, pouvoir d'achat, accord salarial dans la fonction publique, etc.) contribueraient à accroître les dépenses (+425 Mio EUR en 2025, +560 Mio EUR en 2026) et réduire les recettes (-630 Mio EUR en 2025, -485 Mio EUR en 2026).

Le solde public passerait ainsi d'un excédent en 2024 (+1.1% du PIB) à un niveau proche de 0% en 2025, avant de tomber en territoire négatif en 2026 (-0.9% du PIB).

Graphique 5.3

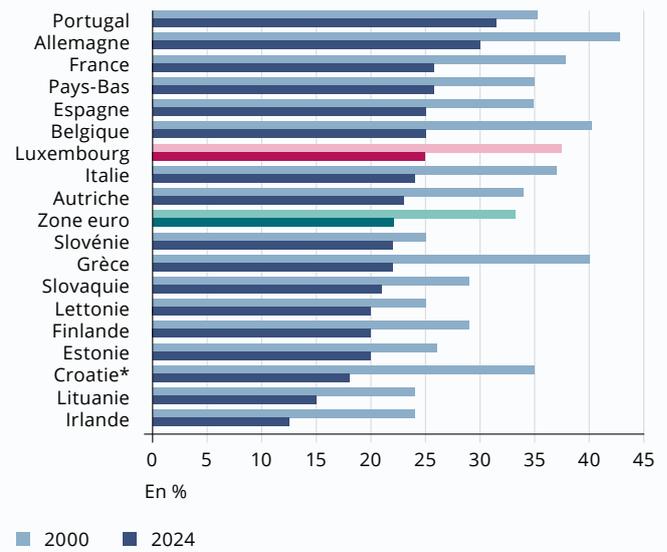
Les impôts encaissés sur les sociétés ont été particulièrement élevés en 2024



Sources: Administrations fiscales, STATEC

Graphique 5.4

Réduction des taux légaux d'imposition sur les sociétés



* La dernière année disponible pour la Croatie est 2023.

Source: OCDE

Des impôts sur les sociétés exceptionnellement élevés

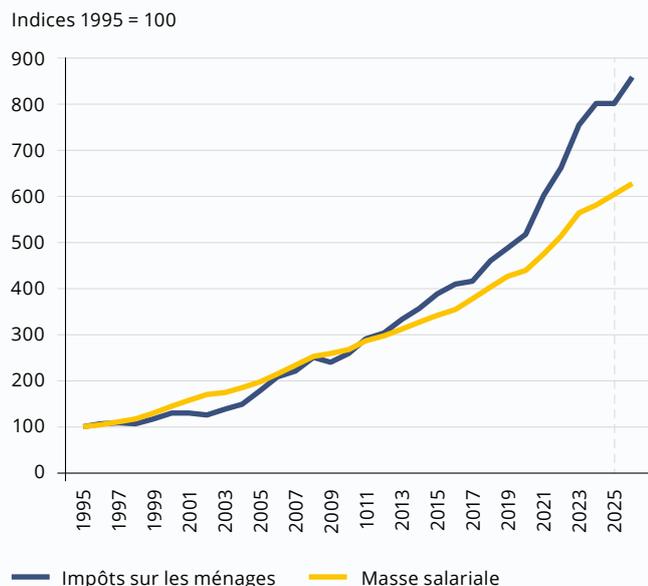
Les impôts sur les sociétés ont augmenté de 40% en 2024 après avoir déjà fortement progressé en 2023 (+16%). Cette progression fulgurante s'explique par une hausse notable des avances et par le remboursement de soldes très élevés relatifs aux exercices fiscaux des années antérieures. Ainsi en 2024, 67% des impôts encaissés étaient liés aux avances sur l'année en cours, alors que 3% étaient des remboursements (soldes) relatifs aux impôts payés en 2023, 12% des soldes relatifs à 2022, 10% des soldes relatifs à 2021 et encore 7% des soldes liés aux exercices d'années antérieures à 2020 (cf. graphique 5.3).

Les sociétés financières représentaient 60% des soldes encaissés en 2024 (contre 80% en moyenne entre 2011 et 2021) et 64% des avances (contre 70% en moyenne auparavant). La forte croissance observée en 2024 proviendrait en fait d'un nombre très limité de contribuables spécialisés dans des branches d'activités non financières. Ce phénomène se retrouve également dans les encaissements au début de 2025.

Le STATEC prévoit un ralentissement des avances et des soldes en 2025 et 2026, sous l'hypothèse d'une croissance atone, de la neutralisation progressive des effets exceptionnels liés à quelques sociétés et de la baisse des taux d'imposition des sociétés. Les impôts sur les sociétés progresseraient ainsi de 4% en 2025 puis diminueraient de 10% en 2026, sous l'effet du repli des soldes.

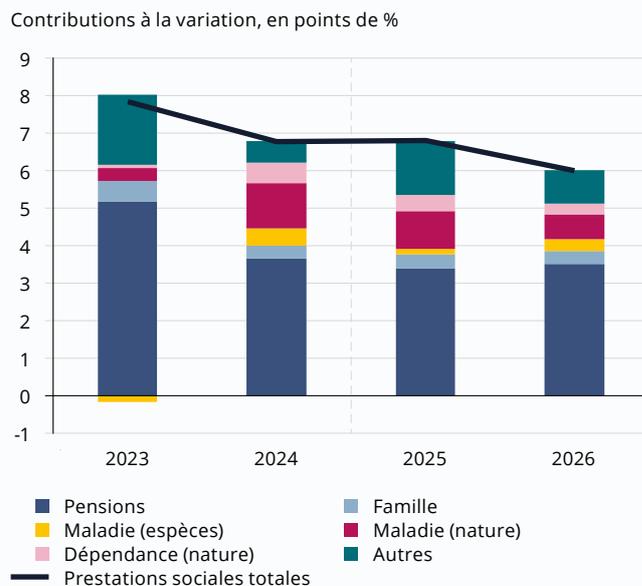
Au 1^{er} janvier 2025, le taux de l'impôt sur le revenu des collectivités (IRC) a été abaissé d'un point de %, faisant passer le taux d'imposition global de 24.94% à 23.97% pour les grandes entreprises et de 22.80% à 21.73% pour les PME. Avec un taux moyen de 24%, le Luxembourg se rapproche ainsi du taux moyen en zone euro (22% en 2024, cf. graphique 5.4). Sur les 25 dernières années, le taux d'impôt légal sur les sociétés a été abaissé à sept reprises au Luxembourg (-14 points de % au total, soit une baisse similaire à celle constatée en moyenne en zone euro). La réduction du taux d'impôt sur les sociétés a deux effets: un effet prix négatif et un effet volume positif (le pays devient plus attractif, plus d'entreprises pourraient s'y installer, ce qui engendre une hausse de la base imposable). Selon les simulations du STATEC, le coût immédiat de cette mesure serait de 25 Mio EUR. Les soldes d'impôts seront impactés sur les cinq prochaines années.

Graphique 5.5
Les impôts sur les ménages devraient stagner en 2025 via les adaptations de barèmes



Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 5.6
Les pensions contribuent à plus de la moitié de la hausse des prestations sociales



Sources: IGSS, STATEC (2025-2026: prévisions)

3 En application du mécanisme de l'ajustement des pensions, le montant brut des pensions a augmenté de 1.6% au 1^{er} janvier 2025.

Les impôts des ménages devraient se stabiliser en 2025, après avoir ralenti en 2024

La croissance des impôts des ménages a ralenti en 2024, sous l'effet d'un freinage des impôts collectés sur les salaires (+3.8%, après 13% de croissance annuelle en 2022 et 2023), des impôts fixés par voie d'assiette et de la retenue libératoire nationale sur les intérêts. En revanche, les impôts collectés sur les revenus de capitaux des ménages ont fortement augmenté (+29% en 2024, après +18% en 2023), en raison de la croissance des bourses et des dividendes liés. Les impôts totaux sur les ménages devraient se stabiliser en 2025 sous l'effet cumulé des deux adaptations des barèmes d'imposition (à hauteur de 2.5 tranches indiciaires en 2025, après quatre tranches indiciaires en 2024), avant de repartir à la hausse en 2026 (+7% prévu). L'allègement fiscal permettrait au revenu disponible de croître de 5% par an en 2025 et 2026. La part des impôts se réduirait ainsi de 1.5 point de % en 2025 (passant de 30.3% à 28.8% du revenu disponible), puis réaugmenterait de 0.7 point de % en 2026 (à 29.5%).

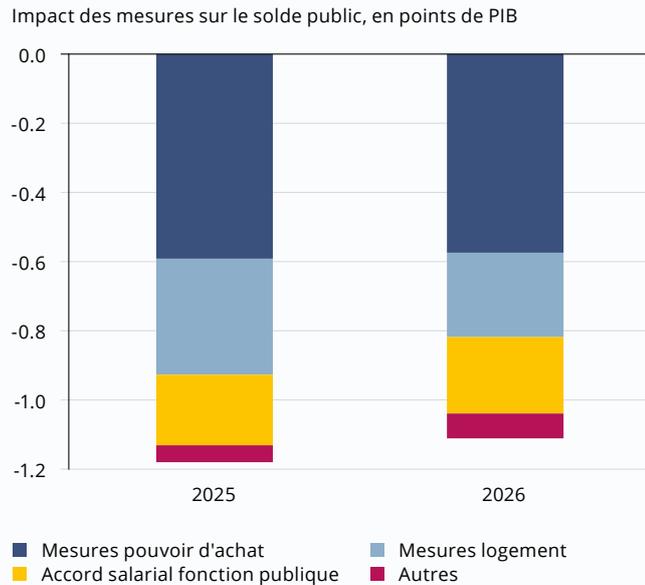
Les dépenses publiques tirées par les salaires, les pensions et l'investissement

Les prestations sociales comptent pour un peu plus de 40% des dépenses publiques et contribuent ainsi le plus fortement à l'évolution de ces dernières. Les prestations en espèces seront encore largement tirées par les pensions (+8% par an en 2025 et 2026³) et dans une moindre mesure par les prestations familiales (+3.5% par an). Le nombre de pensionnés devrait augmenter de 4% par an et le nombre de bénéficiaires de prestations familiales de 1% par an. La progression de l'assurance dépendance, qui est une prestation en nature, pourrait en revanche ralentir en 2025 et 2026 (resp. +8% et +5%, après +10% en 2024).

La masse salariale, qui compte pour près d'un quart des dépenses, a été très dynamique ces dernières années (+8% en 2022, +11 en 2023, +9% en 2024). Sa croissance devrait ralentir légèrement sur l'horizon de projection (+7% en 2025, +6% en 2026), stimulée d'un côté par la revalorisation du point indiciaire (cf. ci-après), mais ralentie par l'emploi public qui freine légèrement (mais demeure dynamique malgré tout avec +3.5% en 2025, +3.1% en 2026, après +3.8% en 2024).

Graphique 5.7

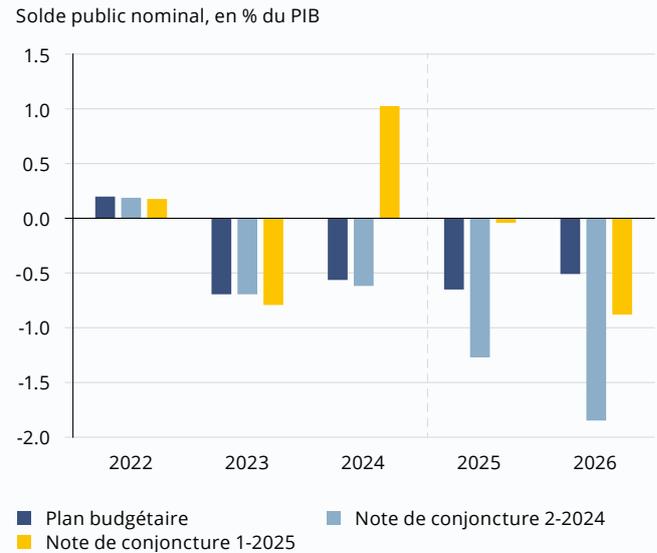
Les mesures de soutien pèsent sur le solde public



Sources: Administrations fiscales, STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 5.8

Le solde public, revu à la hausse pour 2024, devrait retomber en territoire négatif en 2026



Sources: Budget 2024, STATEC (2024-2026: prévisions du Plan budgétaire et de la Note de conjoncture 2-2024, 2024 observé dans la Note de conjoncture 1-2025)

L'investissement devrait par ailleurs fortement accélérer en 2025 et 2026 (resp. +9% et +7%) sous l'impulsion des dépenses militaires et des infrastructures de transport. La consommation intermédiaire sera stimulée par cette croissance de l'investissement (et la croissance de l'emploi). Elle devrait ainsi aussi s'accroître fortement (+10% par an en 2025 et 2026).

Les mesures de soutien ont un impact significatif sur les finances publiques

Les mesures de soutien au pouvoir d'achat des ménages, au logement et l'accord salarial dans la fonction publique ont un impact important sur les finances publiques. Elles amoindrissent le solde public de 1.2 point de % du PIB, via une hausse des dépenses et d'un impact négatif sur les recettes. Elles auraient toutefois un effet multiplicateur positif sur l'activité (+0.3% en 2025 et +0.2% en 2026) et sur l'emploi (resp. +0.2% et +0.1%).

Parmi les mesures visant à soutenir le pouvoir d'achat des ménages, la plus importante est de loin l'adaptation des barèmes d'imposition. Les autres sont des allègements fiscaux pour la classe d'impôt 1A, une hausse de la déductibilité des intérêts hypothécaires et une hausse du Bëllegen Akt⁴. Ces mesures impactent directement les recettes (avec un coût total estimé à 170 Mio EUR en 2025 et 205 Mio EUR en 2026), alors que la hausse de l'allocation de vie chère, la prime énergie et l'équivalent crédit d'impôt gonflent les dépenses.

Les mesures sur le logement ont été décidées pour faire face à la crise dans l'immobilier et la construction. L'impact le plus fort sur les dépenses publiques provient de l'acquisition de VEFA⁵ par l'État (aussi bien en 2025 qu'en 2026)⁶. La réduction temporaire des droits d'enregistrement et la hausse du Bëllegen Akt⁷ impactent les recettes en 2025.

L'accord salarial dans la fonction publique fixe entre autres une hausse de la valeur du point indiciaire (hors échelle mobile) de 2% en 2025 et 0.5% supplémentaire en 2026, impactant les dépenses publiques via la masse salariale. Une partie retourne à l'État sous forme d'impôts (hausse des recettes), mais la hausse des dépenses est bien plus forte (dégradation du solde public d'environ 200 Mio EUR).

⁴ Dans le cadre du Solidaritétspak 3.0. La 2^e hausse du Bëllegen Akt décidée dans le cadre des mesures du paquet logement a été classée dans les mesures sur le logement.

⁵ La vente en l'état futur d'achèvement (ci-après VEFA) est le contrat par lequel le vendeur transfère immédiatement à l'acquéreur ses droits sur le sol ainsi que la propriété des constructions existantes. Les ouvrages à venir deviennent la propriété de l'acquéreur au fur et à mesure de leur exécution; l'acquéreur est tenu d'en payer le prix à mesure de l'avancement des travaux.

⁶ Une enveloppe totale de 480 Mio EUR a été prévue pour la période 2024-2027.

⁷ La hausse du Bëllegen Akt était initialement une mesure temporaire, mais il a récemment été décidé de la pérenniser. Cette pérennisation n'est pas encore incluse dans la simulation.

Tableau 5.1

Finances publiques (scénarios central et alternatifs)

	Niveaux		Scénario central			Correction des marchés ¹		Relance publique ²	
	2024	1995-2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Mio EUR		Évolution en % (ou spécifié différemment)						
Total des dépenses	40 390	6.6	6.1	7.0	5.9	7.0	5.9	7.0	5.9
Consommation intermédiaire	3 939	6.8	7.6	10.2	9.5	10.2	9.5	10.2	9.5
Formation de capital	3 927	6.9	3.6	9.0	6.7	9.0	6.7	9.0	6.7
Rémunération des salariés	9 612	6.2	8.8	7.3	5.8	7.3	5.8	7.3	5.8
Prestations sociales	16 752	6.6	6.8	6.9	6.0	7.1	6.1	6.9	6.0
Autres dépenses	6 160	7.2	1.0	3.6	2.9	3.2	2.9	3.4	2.8
Total des recettes	41 278	6.3	10.3	4.6	4.1	4.0	3.8	4.6	4.1
Impôts sur la production et les importations	9 950	6.0	10.9	4.4	6.2	3.4	5.9	4.5	6.3
Impôts courants sur le revenu, le patrimoine, etc.	16 468	6.7	15.1	2.4	1.4	1.6	1.0	2.3	1.5
Cotisations sociales	10 431	6.4	1.8	6.4	3.6	6.0	3.1	6.4	3.8
Autres recettes	4 428	5.6	13.2	9.1	9.8	9.2	10.3	8.7	9.4
Capacité/besoin de financement (% du PIB)	888	1.5	1.1	0.0	-0.9	-0.4	-1.4	0.0	-0.9

¹ Dans ce scénario défavorable, les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduisent à un durcissement des conditions financières, les rendements plus élevés faisant grimper les taux de prêt et pesent sur les marchés boursiers.

² Dans ce scénario favorable, l'économie mondiale se renforce grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE.

Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

8 Déclaration de politique générale sur l'état de la nation 2025 par Luc Frieden.

9 La hausse de l'effort de dépense repose sur ces quatre piliers: satellite de communication gouvernementale et militaire GovSat-2 (105 Mio EUR), recherche et développement (46 Mio EUR), soutien militaire au profit de l'Ukraine (120 Mio EUR), comptabilisation de dépenses d'autres ministères (115 Mio EUR).

10 Le budget de l'État couvrira une partie des coûts du réseau et prendra en charge les coûts du mécanisme de compensation.

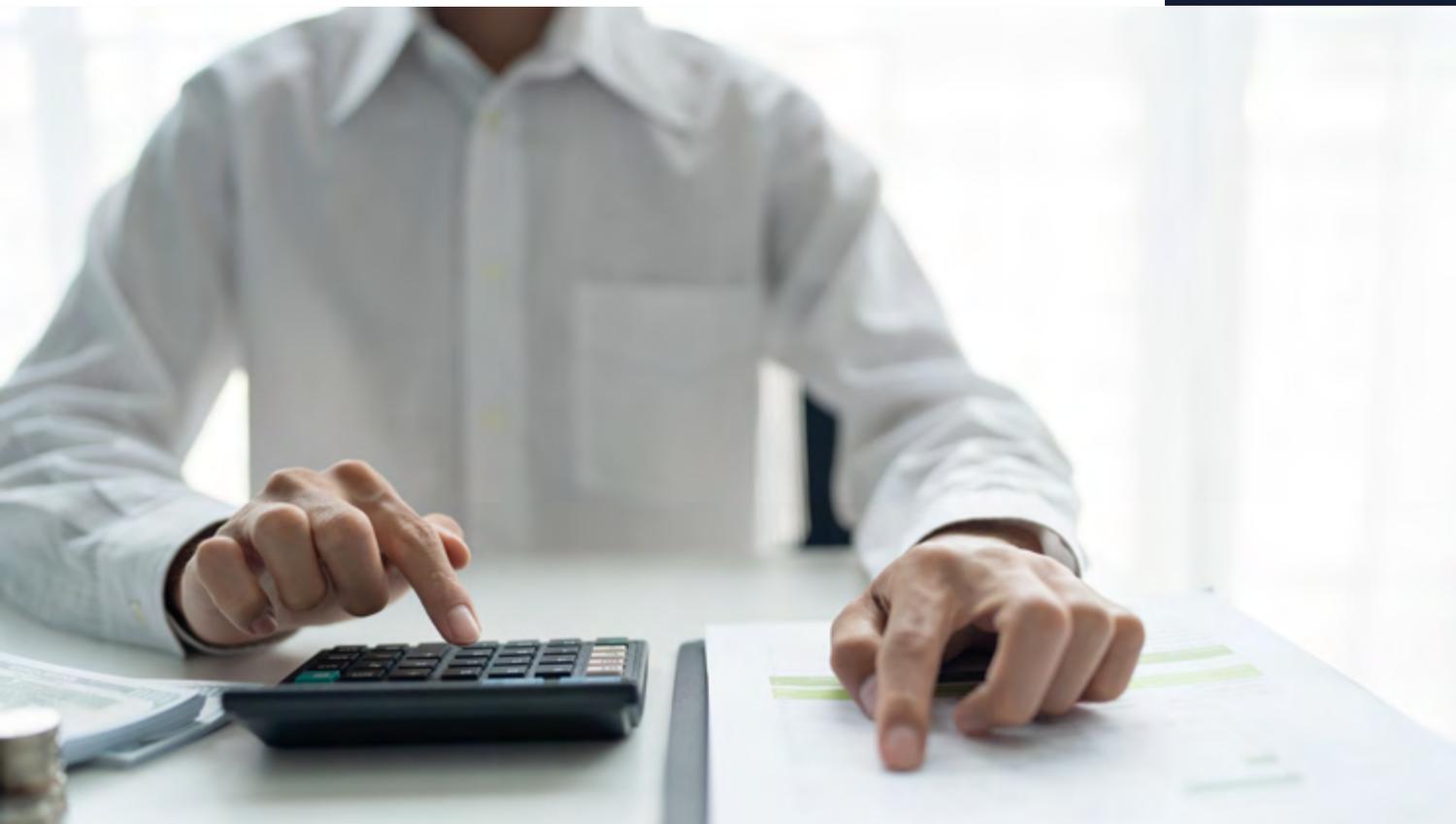
Il est par ailleurs intéressant de noter que le plafonnement des prix de l'électricité en 2025 serait neutre sur le solde public malgré le coût de la mesure (171 Mio EUR). Cette mesure freine en effet l'inflation et donc l'échelle mobile des salaires, réduisant ainsi les dépenses en salaires publics et prestations sociales.

Après l'excédent budgétaire de 2024, l'équilibre en 2025 puis le déficit en 2026

La forte progression des recettes en 2024, liée en partie aux impôts importants de quelques sociétés en fin d'année, a conduit à un excédent budgétaire inattendu (excédent de +1.1% du PIB, contre un déficit de -0.6% du PIB anticipé à l'automne dernier). Le freinage des recettes vers un rythme plus faible que celui des dépenses devrait mener à un solde nul en 2025 et négatif (-0.9% du PIB) en 2026 (cf. graphique 5.8).

Dans le scénario défavorable de correction des marchés, la croissance des recettes publiques serait fortement amoindrie (-0.7 point de % en 2025 et -0.4 point de % en 2026 par rapport au scénario central). Le solde public afficherait ainsi un déficit dès 2025 (-0.3% du PIB) qui s'aggraverait en 2026 (-1.3% du PIB). Le scénario favorable n'aurait en revanche pas d'effet significatif sur les finances publiques. Dans ce scénario élaboré par Oxford Economics, la relance publique provient en effet de pays européens tiers et non du Luxembourg directement.

Les mesures annoncées par le gouvernement à la mi-mai⁸ n'ont par ailleurs pas été intégrées dans ces prévisions. Elles concernent principalement des domaines comme la défense, l'énergie, le numérique, le droit du travail et le logement. L'effort de défense sera notamment augmenté pour atteindre 2% du revenu national brut à partir de 2025, dans le cadre de l'engagement pris par tous les Alliés aux Sommets de l'OTAN à Vilnius en 2023 et Washington en 2024. Selon les estimations actuelles, cela correspondrait à un effort de défense total de 1.2 Mia EUR en 2025⁹. Pour que les prix de l'électricité restent durablement attractifs, le gouvernement va débloquer une enveloppe de 150 Mio EUR¹⁰. Le Luxembourg prévoit aussi d'investir 3 Mia EUR dans les infrastructures, les talents et les projets relatifs aux données, à l'intelligence artificielle et à la technologie quantique.





06

ÉNERGIE ET
ÉMISSIONS

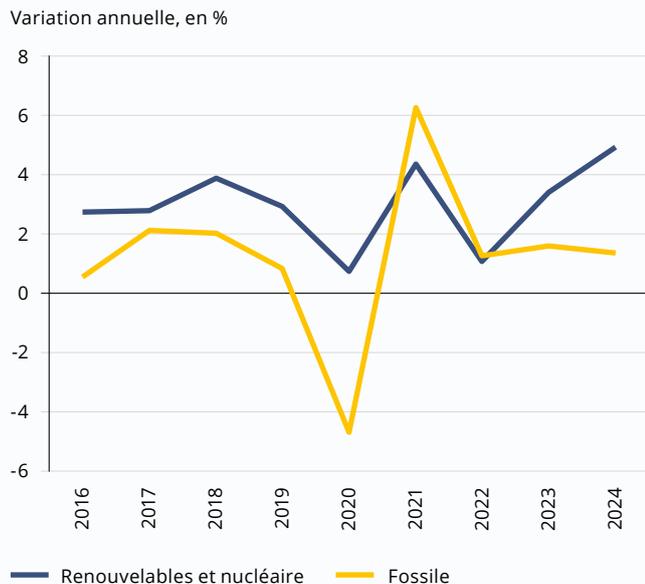


L'économie mondiale demeure largement dépendante des énergies fossiles, qui représentent encore 80% de la consommation énergétique globale. Le marché pétrolier est marqué par des incertitudes, avec des prix du Brent au plus bas depuis 2021. Pour compenser le recul du gaz russe, l'Europe s'appuie fortement sur le gaz naturel liquéfié (GNL) qui atteint des niveaux d'importation record au printemps 2025.

Au Luxembourg, la consommation des énergies fossiles se contracte depuis plusieurs années, principalement en raison de la baisse des ventes de produits pétroliers. Le STATEC anticipe des baisses additionnelles des ventes de carburants et de livraisons de mazout de respectivement 3.5% et 6.5% en 2025, suivies de nouveaux reculs de même ampleur en 2026. Le rebond de la consommation de gaz et d'électricité, observé en 2024, s'est atténué au début de 2025.

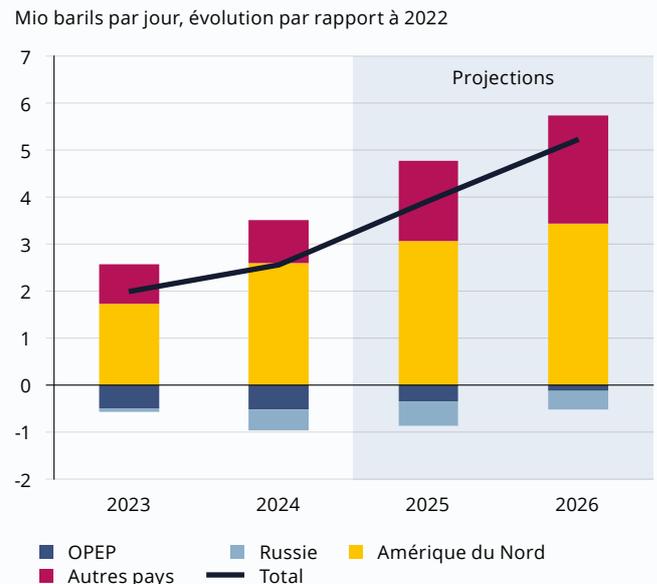
En lien avec ces évolutions de la consommation énergétique, les émissions de gaz à effet de serre poursuivraient leur déclin. Le STATEC estime qu'elles auraient reculé de 4% en 2024 et prévoit des réductions supplémentaires de 4.5% en 2025 et de 5% en 2026. Cette tendance permettrait au Luxembourg de rester aligné sur les objectifs du Plan national intégré en matière d'énergie et de climat (PNEC).

Graphique 6.1
L'approvisionnement mondial en énergie progresse



Source: IEA

Graphique 6.2
Croissance de la production mondiale de pétrole depuis 2023



Source: U.S. Energy Information Administration

1 Énergies renouvelables et nucléaire.

2 L'OPEP (Organisation des pays exportateurs de pétrole) est un groupe de pays producteurs de pétrole qui se sont réunis pour coordonner et contrôler la production et le prix du pétrole sur le marché mondial. En 2025, l'OPEP compte 12 pays membres situés principalement en Afrique, au Moyen-Orient et en Amérique du Sud.

Les pays membres de l'OPEP produisent environ 40 % du pétrole brut mondial et représentent environ 60% du total du pétrole échangé à l'échelle internationale.

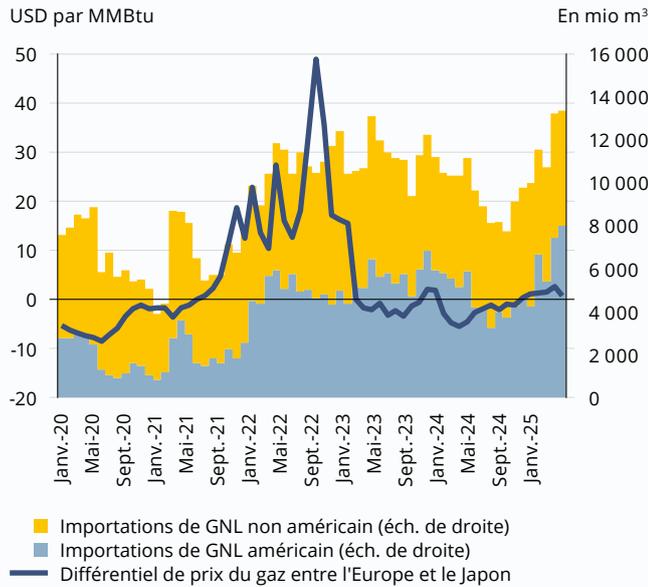
Les énergies fossiles conservent leur prédominance à l'échelle mondiale

Selon l'Agence internationale de l'énergie (IEA), le pétrole est resté en 2024 la principale source d'énergie au niveau mondial, représentant à lui seul environ 30% de l'approvisionnement énergétique total. Plus largement, les énergies fossiles demeurent prédominantes (80% de l'approvisionnement total, en léger recul par rapport aux 83% atteints en 2015), avec une croissance relativement régulière (hors années Covid), soulignant les défis restants de la transition énergétique globale. Les énergies décarbonées¹ représentent actuellement 20% de l'offre mondiale. Leur croissance est toutefois plus rapide que celle des énergies fossiles, en particulier sur les deux dernières années (cf. graphique 6.1). Cette progression est tirée essentiellement par les économies avancées – notamment l'Europe – ainsi que par la Chine qui investit massivement dans les renouvelables. En Europe, où la consommation d'énergie est en déclin depuis plusieurs années (avec encore une baisse de 3.3% en 2023), les énergies bas carbone couvrent désormais un tiers de l'approvisionnement énergétique.

Incertitudes sur le marché pétrolier

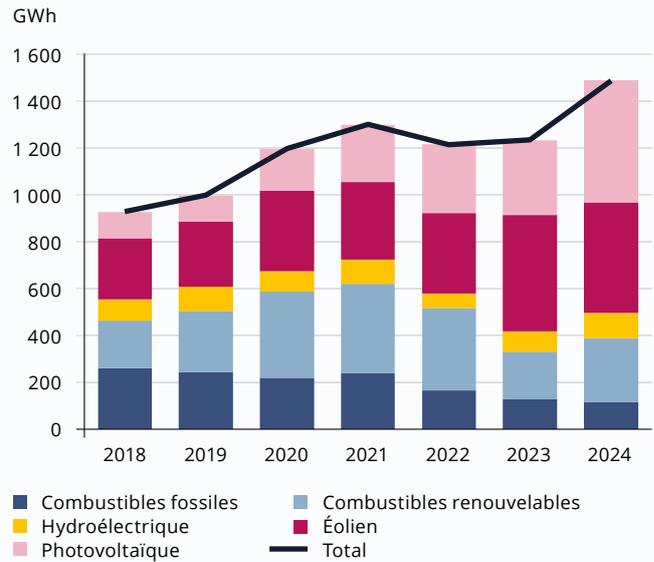
Après une brève remontée en début d'année, les cours du pétrole ont renoué avec la tendance baissière entamée depuis la mi-2022. En mai, le prix du Brent oscillait entre 60 et 65 dollars le baril, atteignant ainsi son niveau le plus bas depuis la crise Covid. La dépréciation parallèle du dollar a accentué ce mouvement pour les acheteurs européens. Cette tendance au repli s'explique à la fois par des facteurs liés à l'offre et à la demande. Du côté de l'offre, l'IEA prévoit une hausse de la production mondiale de plus de 1% en 2025 et en 2026 (cf. graphique 6.2). Cette augmentation serait principalement portée par de nouveaux projets dans des pays non-membres de l'OPEP², ainsi que par la fin progressive des réductions de production volontaires au sein de l'OPEP. Toutefois, si les prix restaient durablement bas, l'expansion de l'offre pourrait être freinée: pour certains producteurs, dont aux États-Unis, les niveaux de prix actuels ne permettent plus d'envisager de nouveaux forages de manière profitable. Du côté de la demande, les tensions commerciales croissantes pèsent sur les perspectives économiques mondiales (à la fois en termes d'activité et de commerce international). Ce climat d'incertitude a un effet négatif sur les prévisions de la consommation mondiale de pétrole. Selon l'IEA, celle-ci devrait progresser à un rythme plus lent que celui de l'offre.

Graphique 6.3

Record des importations de GNL en Europe

Sources: World Bank, Bruegel

Graphique 6.4

La production d'électricité remonte au Luxembourg** Hors production de la station de pompage à Vianden.
Source: Eurostat, 2024 en partie estimée**Les importations européennes de GNL³ atteignent un record au début de 2025**

Depuis le début de la guerre en Ukraine, l'UE a intensifié ses efforts pour trouver de nouvelles sources d'approvisionnement de gaz naturel pour remplacer les livraisons russes⁴. L'UE, à côté des réductions de consommation (-18% en 2024 par rapport à 2019-2021), s'est principalement appuyée sur le GNL⁵, en devenant ainsi le premier importateur mondial devant la Chine et le Japon. À la suite de la flambée des prix en 2022, les importateurs européens ont essayé de sécuriser des contrats d'approvisionnement à moyen et long terme qui représentent désormais près des deux tiers des volumes de GNL importés. Le tiers restant est assuré par des achats au comptant (marché spot). Depuis la fin de l'année 2024, les prix du GNL plus élevés en Europe qu'en Asie ont incité les exportateurs, notamment les Américains, à rediriger davantage de cargaisons vers le marché européen. Cette dynamique a contribué à un niveau record d'importations de GNL au printemps. Pour soutenir cet essor, les pays européens ont investi dans des infrastructures de regazéification, dont les capacités ont augmenté d'environ 30% depuis la mi-2022.

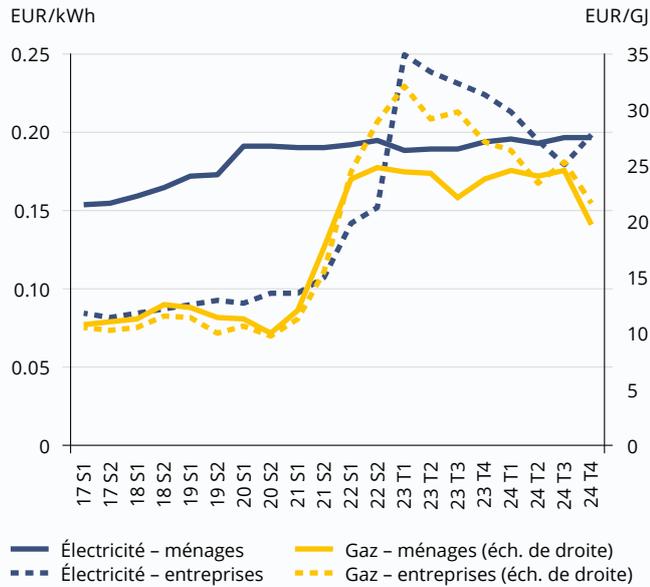
La production d'électricité renouvelable en progression au Luxembourg

Bien que le Luxembourg demeure fortement tributaire des importations d'électricité, (78% de sa consommation en 2023), sa production nationale gagne en importance et s'oriente de plus en plus vers des sources décarbonées. Ces dernières années, cette dynamique a été portée principalement par le développement du photovoltaïque et de l'éolien. Le solaire a connu une croissance particulièrement marquée en 2024, avec une augmentation de plus de 60% du nombre d'installations (passant d'environ 14 000 à près de 23 000) et une hausse correspondante de près de 40% de la capacité installée. Selon les données actuellement disponibles (encore partiellement estimées), la production d'électricité photovoltaïque aurait rejoint en 2024 celle de l'éolien, qui était la source principale dans le mix national en 2023. L'éolien devrait cependant reprendre de l'élan: plusieurs installations déjà autorisées avec une capacité de plus de 140 MW laissent entrevoir un gain d'élan au cours des prochaines années.

- 3 Gaz naturel liquéfié.
- 4 La Commission européenne prévoit d'arrêter les importations de gaz russe d'ici fin 2027.
- 5 Le GNL représentait environ 40% de la consommation de gaz de l'UE en 2024.

Graphique 6.5

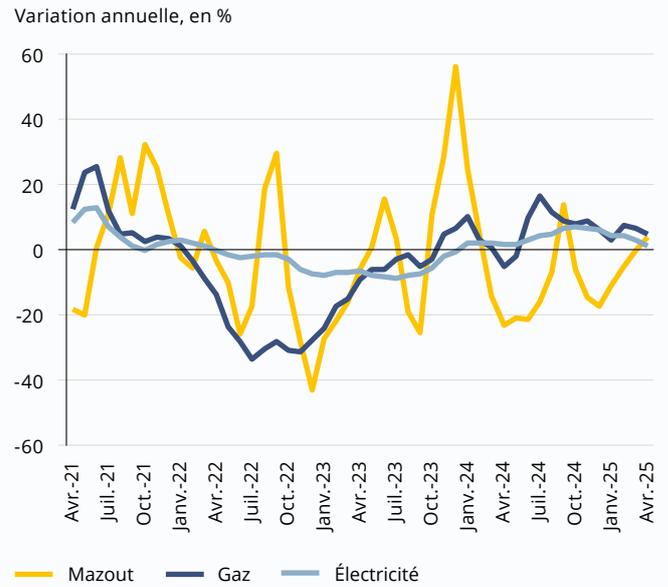
Prix du gaz et de l'électricité au Luxembourg



Source: STATEC (N.B.: données semestrielles avant 2023)

Graphique 6.6

Vers une stabilisation de la consommation de gaz et d'électricité



Sources: Entso-E, Creos, STATEC (moyennes mobiles sur 3 mois)

6 L'État a pris en charge les frais de réseau de gaz et a maintenu constant le tarif de l'électricité pour les ménages en 2024. En 2025, l'État a pris en charge une partie du tarif de l'électricité, pour limiter la hausse à 30% par rapport à 2024 (elle aurait été de 60% autrement).

7 Électricité consommée selon les données d'Entso-E.

Une énergie plus chère pour les ménages en 2025

Après des niveaux exceptionnellement élevés en 2023, les prix du gaz et de l'électricité ont enregistré une nette baisse en 2024 pour les entreprises. Les tarifs payés ont reculé de plus de 15% en moyenne par rapport à l'année précédente, tout en demeurant supérieurs aux niveaux d'avant la crise énergétique. Du côté des ménages, les prix du gaz et de l'électricité sont restés relativement stables en 2024, notamment grâce aux mesures de soutien public encore en vigueur⁶. Cependant, la plupart des mesures gouvernementales ont expiré à la fin de 2024 et, en considérant la nouvelle tarification des frais de réseau de l'électricité, les hausses des prix pour les ménages devraient se situer à environ 10% pour le gaz et à 30% pour l'électricité en 2025.

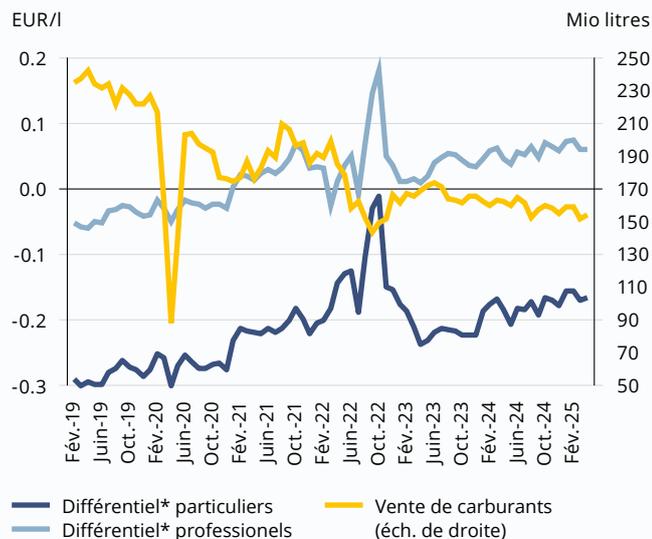
Le rebond de la consommation de gaz et d'électricité s'atténue

En dépit de la hausse des tarifs de l'électricité évoquée précédemment, la consommation nationale d'électricité a continué à progresser légèrement au début de l'année 2025, d'environ 2% sur un an au cours des quatre premiers mois⁷. Il s'agit toutefois d'un ralentissement par rapport à 2024, où la consommation avait bondi de 4% par rapport à l'année précédente. L'effet de la hausse des prix pour les ménages sur la consommation totale reste difficile à isoler, car la consommation globale d'électricité est majoritairement tirée par les usages professionnels. Les entreprises représentent en effet environ 80% de la demande nationale, avec une prédominance du secteur industriel, qui concentre à lui seul plus de 50% de la consommation totale.

Après un rebond de 6% en 2024, la consommation de gaz naturel a continué de croître au début de 2025 (+3% sur les 4 premiers mois). Cette hausse devrait s'expliquer d'une part, par des températures relativement fraîches, le nombre de degré-jours de chauffe se situant 5% au-dessus du niveau de 2024 sur les 4 premiers mois de l'année, et d'autre part, par un léger rebond de la consommation de l'industrie. En ce qui concerne les livraisons de mazout, bien qu'elles soient relativement volatiles, une tendance baissière se dessine clairement depuis plusieurs années. En 2024, les volumes délivrés ont diminué de 12% par rapport à 2023 et le STATEC anticipe une baisse additionnelle de 6.5% en 2025.

Graphique 6.7

La baisse des ventes de carburants continue

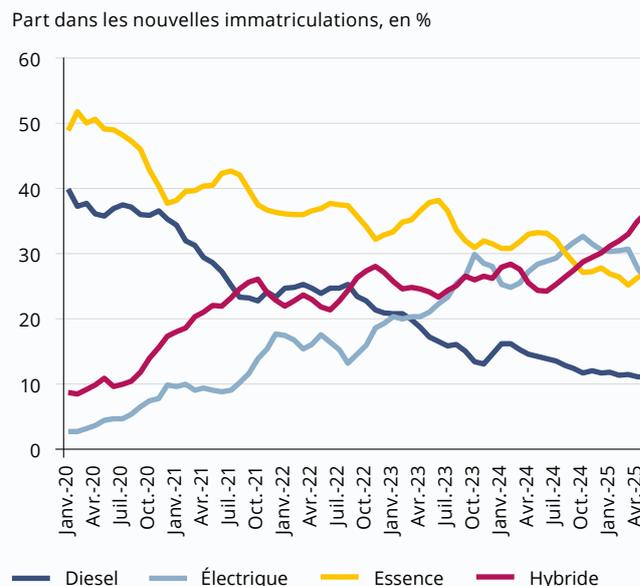


* Différence du prix à la pompe au Luxembourg par rapport à la moyenne des pays voisins.

Sources: Ministère de l'Économie, Macrobond, STATEC

Graphique 6.8

Les ventes des voitures purement électriques perdent de l'élan



Source: SNCA (moyennes mobiles sur 3 mois)

Baisse structurelle des ventes de carburants

Les ventes de carburants, principale source des émissions de gaz à effet de serre (GES) au Luxembourg, poursuivent leur déclin structurel entamé en 2019. Cette baisse relève de celle des ventes de diesel, qui ont continué de diminuer au début de 2025 (-7% sur un an au cours des quatre premiers mois). Plusieurs facteurs expliquent cette tendance: d'une part, le nombre de voitures diesel dans le parc automobile luxembourgeois diminue continuellement: il a reculé d'un tiers depuis 2019. D'autre part, le différentiel de prix avec les pays voisins s'est progressivement réduit, notamment sous l'effet de la hausse continue de la taxe CO₂ au Luxembourg (cf. graphique 6.7). Pour le diesel professionnel, ce différentiel s'est même inversé, ce carburant étant désormais moins cher en Belgique et en France. Dans le même temps, les ventes d'essence ont progressé de 6% en début d'année, bien que le nombre de véhicules fonctionnant exclusivement à l'essence se soit stabilisé.

Forte progression des voitures hybrides sur le marché luxembourgeois

La hausse des ventes d'essence s'explique en partie par le succès croissant des voitures hybrides, majoritairement équipées de moteurs essence en complément d'une motorisation électrique. Début 2025, les voitures hybrides⁸ sont devenues la motorisation dominante sur le marché des nouvelles immatriculations au Luxembourg, dépassant à la fois les voitures roulant exclusivement à l'essence ou électrique (cf. graphique 6.8). Le STATEC prévoit une poursuite du recul des ventes de carburants, avec des baisses attendues de 3.5% en 2025 et de 4.5% en 2026.

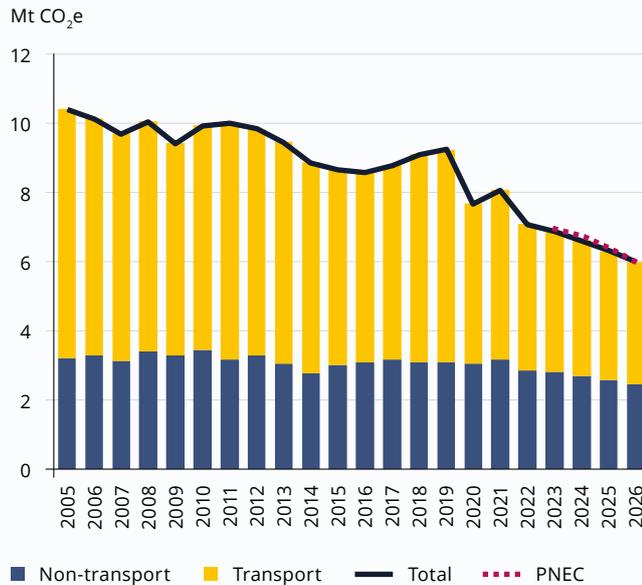
Après une nouvelle année record au Luxembourg (29% de part de marché en 2024), le début de l'année 2025 laisse entrevoir un ralentissement pour les voitures purement électriques. Ce freinage s'explique probablement en partie par la réduction des subventions étatiques à l'achat pour les particuliers, entrée en vigueur en octobre 2024. Toutefois, le freinage ne se limite pas aux particuliers: même sur le segment des voitures de fonction, la progression des véhicules électriques semble marquer le pas, et ce, malgré un avantage fiscal renforcé depuis le 1^{er} janvier 2025.⁹

8 Les voitures hybrides rechargeables et non rechargeables.

9 L'avantage en nature s'élève à 0.5% pour les voitures purement électriques et à 2% pour tous les autres types de voitures.

Graphique 6.9

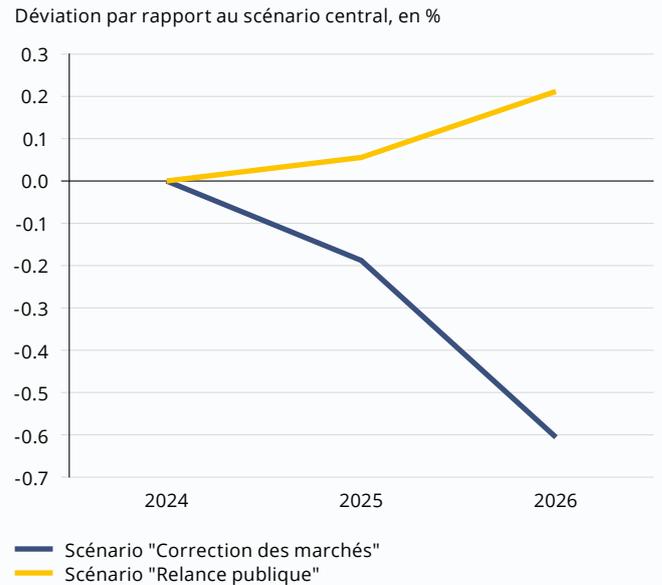
Les émissions de GES (hors ETS) devraient poursuivre leur baisse



Sources: Inventaire des émissions de GES, STATEC (2024-2026: prévisions)

Graphique 6.10

Émissions totales selon les différents scénarios



Source: STATEC (2024-2026: prévisions)

10 Les émissions hors ETS.

Aujourd'hui, les voitures électriques représentent 8% du parc automobile luxembourgeois, tandis que les hybrides atteignent 11%. Ces niveaux restent en deçà des trajectoires prévues par le Plan national intégré en matière d'énergie et de climat (PNEC), qui prévoit une part de 19% et 14% respectivement à la fin de 2025.

Les émissions de GES¹⁰ devraient continuer à diminuer

Depuis la période Covid, les émissions de GES au Luxembourg suivent une trajectoire décroissante. En 2024, le STATEC estime les émissions totales à 6,6 Mt CO₂e. Pour 2025 et 2026, de nouvelles réductions sont attendues, estimées respectivement à -4,5% et -5%, ce qui alignerait le pays sur la trajectoire prévue par le PNEC. Cette tendance découle largement des moindres émissions liées au transport, en lien direct avec la baisse continue des ventes de carburants. Le STATEC table ainsi sur une diminution de 4% et 5% des émissions du secteur des transports en 2025 et en 2026.

Les émissions hors transport ont également nettement baissé depuis 2022. Cette baisse résulte partiellement de l'explosion des prix fossiles lors de la crise énergétique, qui a incité les particuliers et les entreprises à chercher des alternatives renouvelables ou à diminuer leur consommation d'énergie. Cette tendance devrait perdurer avec une baisse prévue de -5% en 2025 et 2026 pour les émissions non liées au transport. Au-delà de 2026, les perspectives deviennent plus incertaines. L'un des facteurs clés sera la mise en œuvre du nouveau système européen d'échange de quotas d'émission pour les secteurs du bâtiment et du transport routier ("ETS2"). Ce mécanisme devrait exercer une pression haussière sur les prix des carburants, en particulier en Belgique. Il reste toutefois à déterminer comment le Luxembourg ajustera sa politique nationale, notamment sa propre taxe CO₂.

Les différents scénarios macroéconomiques auraient un impact marginal sur les émissions de GES. Dans le scénario défavorable de "Correction des marchés", les émissions évolueraient de -4,7 et -5,3% en 2025 et 2026, ce qui correspond à une déviation de -0,6% en 2026 par rapport au scénario central. Dans le scénario "Relance publique", les émissions évolueraient de -4,4% et -4,8% respectivement en 2025 et 2026. Cette évolution correspond à une différence de 0,2% par rapport au scénario central.





07



ÉTUDES THÉMATIQUES



7.1
Une guerre commerciale emplit d'incertitudes

7.2
La baisse de la productivité du travail au Luxembourg influencée par la rétention de main-d'œuvre?

7.3
De nouvelles équations de prévision de l'inflation trimestrielle au Luxembourg

7.1

Une guerre commerciale emplit d'incertitudes

La hausse massive des droits de douane instaurée par les États-Unis devrait s'accompagner d'effets négatifs sur l'activité, en premier lieu pour les États-Unis eux-mêmes mais aussi pour l'ensemble des autres pays, dont ceux de l'Union européenne. Si le Luxembourg exporte relativement peu de biens vers les États-Unis, ceux-ci comprennent cependant une part importante de produits – acier et aluminium en particulier – sur lesquels s'appliquent des tarifs douaniers particulièrement élevés. Le Luxembourg pourrait également être impacté de manière indirecte par la baisse d'activité attendue chez ses partenaires européens et les effets de la hausse de l'incertitude sur les sphères de l'économie réelle et financière.

Les droits de douane comme élément de la nouvelle politique économique américaine

La présidence Trump est entrée en fonction le 20 janvier 2025 et a depuis multiplié les annonces de réformes, dont certaines ont déjà été implémentées. Sur le plan économique, le principal changement concerne la hausse des droits de douane américains ("tariffs"). Le but annoncé est de réduire le déficit commercial des États-Unis, de protéger leur économie d'une concurrence jugée déloyale et d'inciter les entreprises à produire davantage sur le sol national. Dans une première phase, ces annonces de relèvement ont principalement concerné ses voisins d'Amérique du Nord (Canada et Mexique) et la Chine, mais aussi – à une moindre échelle – l'Europe et le reste du monde. Certains produits, notamment l'acier et l'aluminium, ont par ailleurs fait l'objet de relèvements généralisés.

Dans une deuxième phase, le président Trump a présenté le 2 avril (baptisé à l'occasion "Liberation day") la généralisation de droits de douane dits "réciproques", établis pour chaque pays¹ sur la base d'une formule au

final très simple². Pour les pays de l'Union européenne, le calcul a été effectué de manière indifférenciée, débouchant pour chacun d'entre eux sur une hausse de 20%.

Par la suite, de nombreux paramètres ont évolué, dans l'ensemble vers un adoucissement, sous l'effet de processus de négociations bilatérales entre les États-Unis et certains pays³ ainsi que de la probable influence de l'évolution chahutée des marchés financiers. Dans les jours qui ont suivi les annonces du Liberation day, les places boursières mondiales avaient largement dévié, la demande en bons du Trésor américain s'était significativement repliée et le dollar US avait subi une nette dépréciation. Le 9 avril, une semaine après le Liberation day, le président Trump a donc annoncé une suspension pour 90 jours des droits de douane réciproques sur une soixantaine de pays (dont ceux de l'Union européenne), mais en conservant un taux additionnel plancher de 10%, sauf pour la Chine qui avait entre-temps pris des mesures de rétorsion.

1 Onze pays ont néanmoins été exemptés du dispositif: Biélorussie, Russie, Corée du Nord, Cuba, Somalie et Burkina Faso (au motif qu'ils faisaient déjà auparavant l'objet de sanctions économiques de la part des États-Unis), Canada et Mexique (pour lesquels des taxes de 25% avaient déjà été instaurées début mars) ainsi que le Vatican et les archipels des Seychelles et Palaos (sans justification particulière).

2 Il s'agit en fait du solde commercial (exportations moins importations de biens) des États-Unis vis-à-vis d'un pays donné rapporté aux importations américaines de biens en provenance de ce pays. En cas de déficit de la part des États-Unis, le montant des droits réciproques est égal à ce ratio (exprimé en %) et divisé par deux (droits réciproques dits "réduits"). Si ce ratio est inférieur à 10% ou en cas d'excédent pour les États-Unis, un taux plancher de 10% est appliqué.

Pour plus de détails sur la formule, voir notamment: <https://www.cnbc.com/2025/04/05/economists-take-issue-with-trumps-tariff-formula-arguing-rate-is-inflated.html>

3 En y incluant les menaces de mesures de rétorsion et les clauses d'exemption ou préférentielles concernant certains produits.

Tableau A

Calendrier des principales mesures sur les droits de douane ("Tariff Tracker") - mise à jour du 12/05/2025

Décisions	Pays visés	Date annoncée	Mise en œuvre
Droits de douane de 10% sur les importations	Chine	01/02/2025	✓
Droits de douane de 25% sur les importations non-USMCA (énergie: 10%)	Canada	01/02/2025	✓
Droits de douane de 25% sur les importations non-USMCA	Mexique	01/02/2025	✓
Droits de douane de 25% sur les importations d'acier et d'aluminium	Tous les pays	11/02/2025	✓
Restrictions sur les investissements "stratégiques"	Chine	21/02/2025	✓
Droits de douane supplémentaires de 10% sur les importations	Chine	03/03/2025	✓
Possibilité d'un "droit de douane secondaire" de 25% sur les pays importateurs de pétrole et de gaz du Venezuela	Tous les pays	24/03/2025	✓
 Droits de douane de 25% sur les voitures et les pièces automobiles entrant aux États-Unis (hors pièces automobiles de l'USMCA)	Tous les pays	26/03/2025	✓
"Tarifs réciproques" de 10% à 50%	Tous les pays	02/04/2025	Suspendus jusqu'au 08/07/2025 (10% maintenu)
Droits de douane supplémentaires de 50% sur les importations	Chine	08/04/2025	Suspendus
Droits de douane supplémentaires de 41 % sur les importations	Chine	09/04/2025	Suspendus
Baisse des droits de douane supplémentaires (post-2 avril) à 10% sur les importations	Chine	12/05/2025	✓ (jusqu'au 12/08/2025)
 Réimposition des droits de douane de 2018 et 2020 (mesures de rééquilibrage) sur EUR20 mds de marchandises	États-Unis	12/03/2025	Suspendus
Mesures tarifaires supplémentaires portant sur EUR18 mds de marchandises	États-Unis	12/03/2025	Suspendus
Droits de douane de 15% sur le charbon et le GNL, droits de douane de 10% sur le pétrole et les machines agricoles, contrôles à l'exportation de cinq matériaux critiques	États-Unis	04/02/2025	✓
Droits de douane de 100% sur l'huile de colza, les tourteaux et les pois; Droits de douane de 25% sur les produits aquatiques et le porc	Canada	08/03/2025	✓
 Droits de douane de 34% sur les importations + restrictions à l'exportation sur sept terres rares	États-Unis	04/04/2025	Suspendus
Droits de douane supplémentaires de 50% sur les importations	États-Unis	09/04/2025	Suspendus
Droits de douane supplémentaires de 41 % sur les importations	États-Unis	11/04/2025	Suspendus
Baisse des droits de douane supplémentaires (post-2 avril) à 10% sur les importations	États-Unis	12/05/2025	✓ (jusqu'au 12/08/2025)
 Droits de douane de 25% sur USD30 mds de marchandises	États-Unis	01/02/2025	✓
Droits de douane de 25% sur USD29,8 mds d'acier, d'aluminium et de biens de consommation	États-Unis	12/03/2025	✓

Source: BNP Paribas

Concernant les relations entre les États-Unis et la Chine, c'est plutôt un durcissement qui s'est mis en place, avec une escalade impressionnante des droits de douane au cours de la 2^e semaine d'avril (relèvements de 50% puis de 41% de la part des deux protagonistes). Néanmoins, la situation s'est détendue par la suite. Un mois plus tard environ (le 12 mai), les deux pays ont conclu un accord suspendant la majeure partie des droits de douane instaurés lors de cette escalade pour 90 jours (avec effet au 14 mai). Les droits de douane américains sur les produits chinois seront ainsi ramenés à 30% (contre 145% avant accord) et ceux de la Chine sur les produits américains à 10% (contre 125%).

Les différentes décisions prises au regard des droits de douane peuvent notamment être suivies via des "Tariff trackers", tels que celui élaboré par BNP Paribas et repris ci-dessus (tableau A)⁴.

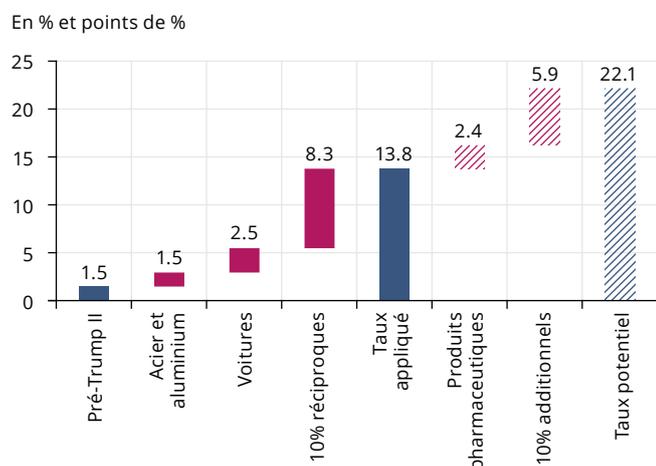
⁴ <https://economic-research.bnpparibas.com/Media-Library/fr-FR/Tariff-tracker-12/05/2025,c42843>
Voir aussi:
<https://www.tradecomplianceresourcehub.com/2025/05/05/trump-2-0-tariff-tracker/>
<https://www.fool.com/research/tariff-and-trade-tracker/>

Les multiples décisions, revirements et réactions liés à cette politique des droits de douane des États-Unis laissent une grande place à l'incertitude. Si les événements récents montrent une certaine détente par rapport à la situation qui prévalait au début du mois d'avril, de nombreuses menaces perdurent, avec un impact potentiel sur l'activité économique future.

La suspension des droits de douane réciproques initialement annoncés ainsi que celle des droits dits "punitifs" entre Chine et États-Unis sont pour le moment seulement temporaires. Et même si elles devaient prendre un caractère permanent, il reste que les relèvements des droits de douane américains sont déjà historiquement importants. Le droit de douane effectif des exportations de biens de la zone euro aux États-Unis, d'après les estimations de la BCE, atteint déjà presque 14% – contre 1.5% avant la nouvelle présidence Trump – et pourrait dépasser les 20% à terme (cf. graphique A). Un éventuel assouplissement semble par ailleurs peu probable pour certaines catégories de produits comme l'acier et l'aluminium ou les produits de l'industrie automobile, tandis que ceux de l'industrie pharmaceutique sont sous la menace de nouveaux relèvements.

Graphique A

Taux de droits de douane effectif sur les exportations de biens de la zone euro vers les États-Unis



Note: Moyenne pondérée des droits de douane par produit sur base des flux commerciaux de 2024 (les zones hachurées représentent les droits qui ne sont pas encore appliqués).

Sources: WITS, TDM, BCE

Exposition du Luxembourg en termes d'échanges de marchandises

La part des États-Unis dans le commerce mondial de marchandises est proche de 10% sur les années récentes⁵.

Les États-Unis représentent environ 3% du total des exportations de biens du Luxembourg, une proportion qui n'a que peu varié au fil des dernières années (et correspondant à un montant annuel oscillant entre 400 et 500 Mio EUR). Celle-ci s'avère donc plutôt marginale, étant donné que les exportations du Luxembourg sont principalement acheminées vers d'autres pays de l'Union européenne (à hauteur de presque 90% du total, là aussi une proportion très stable sur les dernières années). Hors Union européenne, les États-Unis représentent néanmoins le 2^e pays partenaire à l'export du Luxembourg (juste derrière le Royaume-Uni), avec une part de marché correspondante proche de 25%.

Quels sont les produits phares exportés du Luxembourg aux États-Unis?

Les principaux produits exportés du Luxembourg vers les États-Unis sont les métaux et produits des métaux (42% du total en moyenne sur les trois dernières années). Ceux-ci sont principalement constitués d'aciers profilés en H (notamment des poutres et poutrelles destinées à la construction de bâtiments), de palplanches en acier (éléments de soutènement principalement utilisés en génie civil et maritime) et de feuilles et bandes minces d'aluminium.

Viennent ensuite les machines et appareils (24%), parmi lesquels on retrouve divers éléments: articles de robinetterie et détendeurs, pompes à moteur pour liquides, parties de machines pour l'assemblage des lampes, tubes ou valves électriques ou électroniques, pour le travail du caoutchouc ou plastique, pour le sondage ou forage, grues sur portiques, supports pour l'enregistrement, équipements pour la commande ou distribution électrique, résistances électriques variables, etc.

Le matériel de transport, composé essentiellement d'avions (qui ne sont pas produits au Luxembourg) ainsi que de remorques, représente 13% du total. La part des produits textiles s'élève à 10% (il s'agit essentiellement de produits non tissés) et celle des produits en plastique ou caoutchouc – ce sont surtout des pneus destinés à des véhicules lourds – atteint environ 5%.

⁵ Données de l'OMC.

Et du côté importations?

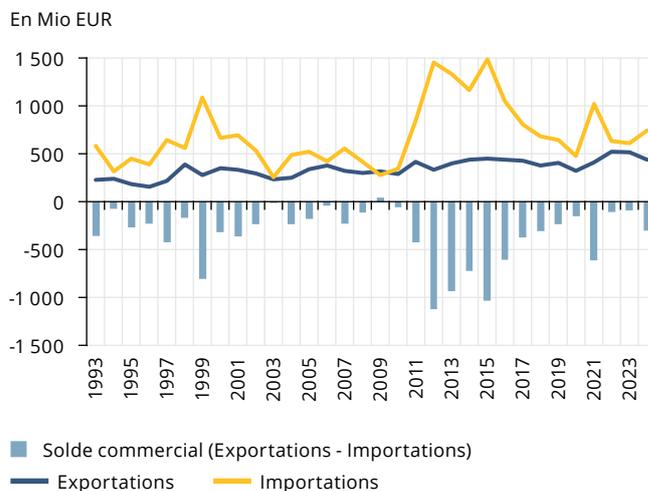
Les importations de biens en provenance des États-Unis sont principalement liées aux machines et appareils (50% du total environ de 2022 à 2024) ainsi qu'au matériel de transport (25% environ). On retrouve principalement dans ces catégories des produits liés au domaine de l'aéronautique (avions, pièces pour avions, turboréacteurs et turbopropulseurs) ainsi que des machines et appareils à projeter, disperser ou pulvériser des matières liquides ou en poudre, des pièces de machines ou appareils pour le travail du caoutchouc et du plastique, des appareils de communication (hors téléphonie) et des antennes et réflecteurs d'antennes. Les produits de l'industrie chimique et ceux du caoutchouc et plastique comptent pour 15% du total environ, principalement constitués de réactifs de diagnostic ou de laboratoire et de plaques, feuilles, pellicules, bandes et lames en matières plastiques. Enfin, les produits du règne végétal comptent pour un peu moins de 5% des importations (il s'agit essentiellement de pistaches).

Le montant des importations de biens en provenance des États-Unis tournait autour de 600 à 700 Mio EUR en moyenne sur les années récentes, mais il a déjà dépassé le milliard d'euro – notamment sur les années 2012 à 2016 – sous l'impulsion majeure des produits de l'industrie aéronautique.

Un déficit structurel pour le Luxembourg en ce qui concerne les échanges de biens avec les États-Unis

Si les États-Unis veulent réduire leur déficit commercial avec l'UE, ils présentent néanmoins vis-à-vis de certains États membres un excédent. C'est notamment le cas du Luxembourg et de 6 autres pays en 2024 (Belgique, Chypre, Espagne, Grèce, Malte et Pays-Bas). Au cours des trente dernières années, le Grand-Duché n'a enregistré qu'une seule fois un léger excédent avec les États-Unis, on peut donc sans exagération parler de déficit structurel (cf. graphique B).

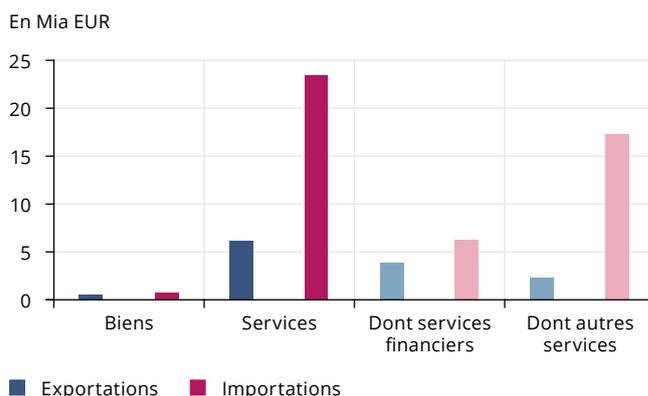
Graphique B
Échanges extérieurs de biens entre le Luxembourg et les États-Unis



Source: STATEC (Commerce extérieur)

Le déficit du Luxembourg vis-à-vis des États-Unis est encore beaucoup plus impressionnant en matière d'échanges de services: il s'élève à un peu plus de 17 Mia EUR en 2024, contre seulement 300 Mio EUR pour les biens. De fait, même si l'attention se fixe ici sur les échanges de marchandises, celles-ci paraissent quantités négligeables à côté des flux liés aux services (cf. graphique C).

Graphique C
Échanges extérieurs de biens et services du Luxembourg avec les États-Unis (données 2024)



Source: STATEC (Commerce extérieur, balance des paiements)

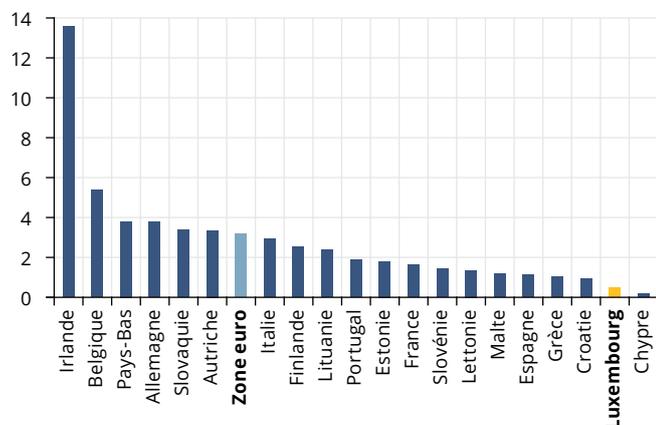
Un taux de droits de douane effectif élevé pour le Luxembourg, mais un degré d'exposition faible

D'après les calculs effectués par l'OCDE, le Luxembourg se retrouverait parmi les pays européens dont le droit de douane effectif sur ses exportations vers les États-Unis serait particulièrement élevé, légèrement supérieur à 15%, en considérant un taux de base de 10% (celui qui s'applique actuellement à tous les pays de l'UE) auquel il faut rajouter quelque 5% liés aux droits appliqués sur des produits spécifiques (en l'occurrence il s'agit surtout de produits de l'acier et de l'aluminium).

Par contre, comme déjà dit précédemment, la part des États-Unis dans les exportations de biens du Luxembourg ne représente que 3%, pour un montant équivalent à seulement 0.5% du PIB du Luxembourg. À titre de comparaison, les exportations vers les États-Unis représentent environ 25% du PIB pour le Mexique, 20% pour le Canada et avoisinent les 3% pour l'ensemble de l'UE (et de la zone euro, cf. graphique D).

Graphique D

Part des exportations de biens vers les États-Unis en % du PIB (données 2024)



Source: Eurostat (calculs STATEC)

En 2024, les exportations de biens de l'UE vers les États-Unis provenaient en majorité de l'Allemagne (30% du total, composées principalement de véhicules et pièces automobiles et de machines et équipements industriels), de l'Irlande (14%, surtout des produits pharmaceutiques et chimiques organiques), de l'Italie (12%, en particulier de machines et produits pharmaceutiques), de la France (9%, machines et matériel de transport en premier lieu) et des Pays-Bas (8%, surtout machines et équipements).

Quels impacts attendus sur l'activité?

Plusieurs simulations et études d'impact d'un relèvement des droits de douane américains avaient déjà été menées avant même la réélection de Donald Trump⁶, basées sur ses déclarations lors de la campagne électorale. Ces dernières mentionnaient déjà clairement l'intention d'utiliser ce levier de manière généralisée (alors que lors de sa première présidence, seuls certains pays et produits en avaient fait l'objet), avec un relèvement plus accentué pour la Chine (qui est le pays avec lequel les États-Unis ont le déficit commercial le plus important, même si celui-ci s'est significativement résorbé sur les années récentes). Leurs conclusions étaient conformes avec celles d'une littérature économique riche en la matière et que l'on peut résumer simplement: une guerre commerciale ne bénéficie en général à aucun de ses protagonistes et vient peser sur le commerce international et l'activité. Dès lors, les États-Unis se retrouveraient parmi les plus affectés, aux côtés de la Chine, du Mexique et du Canada. L'Europe serait moins touchée, mais certains de ses produits souffriraient de la hausse des droits de douane américains (acier, automobile et chimie notamment).

D'autres exercices du même type ont été menés sur le début de 2025⁷, mais nous allons ici nous concentrer sur les résultats d'études plus récentes, postérieures aux annonces du 2 avril, et en particulier l'impact sur le PIB de la zone euro.

D'après Oxford Economics (avril 2025), les nouveaux droits de douane américains auraient un impact négatif de 0.2 à 0.3 point de % sur le PIB de la zone euro (-0.1 point en 2025 et -0.2 point en 2026, par rapport aux prévisions établies un mois auparavant). Dans un document plus récent (mai 2025), ils établissent une fourchette de prévisions basée sur deux scénarios alternatifs concernant l'évolution des droits de douane. Dans le meilleur cas, le PIB de la zone euro progresserait de 1.0% en 2025 et de 1.1% en 2026 (contre 0.9% en 2025 et 2026 dans le scénario central). Mais dans la pire configuration, la hausse ne serait que de 0.8% en 2025 et serait réduite à néant en 2026.

6 Citons notamment:
- The economic impacts of Trump's tariff proposals on Europe, Policy insight, London School of Economics, Octobre 2024
- Le prix du protectionnisme de Donald Trump, La lettre du CEPPI, n° 450, novembre 2024.

7 Citons notamment:
- Macro Effects Of Proposed U.S. Tariffs Are Negative All-Around, S&P Global, février 2025
- Euro Area Risks Amid US Protectionism, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit, European Parliament, mars 2025
- TRUMP II: une analyse de l'impact économique, social et climatique de la politique à venir, OFCE, mars 2025

Tableau B
Prévisions de croissance

		Monde		États-Unis		Chine		Zone euro		
		2025	2026	2025	2026	2025	2026	2025	2026	
		PIB en vol., variation annuelle en %								
FMI	22 octobre 2024	3.2	3.3	2.2	2.0	4.5	4.1	1.2	1.5	
	17 janvier 2025	3.3	3.3	2.7	2.1	4.6	4.5	1.0	1.4	
	22 avril 2025	2.8	3.0	1.8	1.7	4.0	4.0	0.8	1.2	
Commission européenne	15 novembre 2024	3.3	3.3	2.1	2.2	4.6	4.4	1.3	1.6	
	19 mai 2025	2.9	3.0	1.6	1.6	4.1	4.0	0.9	1.4	
OCDE	04 décembre 2024	3.3	3.3	2.4	2.1	4.7	4.4	1.3	1.5	
	17 mars 2025	3.1	3.0	2.2	1.6	4.8	4.4	1.0	1.2	
	03 juin 2025	2.9	2.9	1.6	1.5	4.7	4.3	1.0	1.2	
Oxford Economics	07 novembre 2024	2.8	3.0	2.6	2.8	4.4	4.1	1.2	1.6	
	09 décembre 2024	2.8	2.9	2.6	2.7	4.4	4.1	1.2	1.5	
	10 janvier 2025	2.8	2.9	2.6	2.7	4.4	4.1	1.1	1.5	
	11 février 2025	2.8	2.8	2.4	2.5	4.6	4.2	0.9	1.2	
	15 avril 2025	2.3	2.3	1.2	1.6	4.1	3.9	0.8	1.0	
	09 mai 2025	2.3	2.3	1.3	1.7	4.1	3.9	0.9	0.9	

Source: comme indiquées

Dans ses dernières prévisions⁸ (publiées en avril), le FMI consacre un encadré spécifique aux effets des relèvements de droits de douane⁹. Il estime pour la zone euro un impact à la baisse situé dans une fourchette de 0 à environ 1 point de PIB à court terme (dans un délai de 3 ans) et de 0 à 0.6 point à long terme (à 10 ans). Ces fourchettes découlent à la fois de différentes spécifications et des modèles utilisés. La Commission européenne a mené un exercice du même type¹⁰ et estime un impact à la baisse sur le PIB de l'UE de 0.2% à la fois pour 2025 et 2026 en considérant une hausse unilatérale des droits côté américain (celui-ci serait plus marqué, 0.3% en 2025 et 0.4% en 2026, en cas de mesures de rétorsion symétriques).

Les résultats de ces simulations sont entourés de nombreuses incertitudes. Le type de données utilisées, de modèle employé et la prise en compte ou non de certains éléments (chocs permanents ou temporaires, mesures de rétorsion éventuelles, réaction des taux de change, impact de l'incertitude, etc.) influencent significativement les résultats obtenus. Néanmoins, l'impact sur l'activité en ressort de manière générale négatif et plus important pour les pays étant frappés de droits de douane plus élevés, ceux étant plus directement exposés (c'est-à-dire dont les exportations vers les États-Unis sont conséquentes) et ceux qui appliqueraient des

mesures de rétorsion plus importantes.

De fait, les prévisions de croissance ont globalement été revues à la baisse au cours des derniers mois et cette décote est en grande partie induite par les changements relatifs à la politique commerciale des États-Unis (cf. [tableau B](#)). Dans le concert des prévisionnistes, on notera que la Commission européenne se montre relativement optimiste à propos de la zone euro pour 2026.

Concernant le Luxembourg, d'après une simulation effectuée par Oxford Economics sur la base d'un relèvement de 10% des droits de douane américains, l'impact sur le PIB en volume serait de -0.1% pour 2025 et -0.2% pour 2026 par rapport à un scénario sans relèvement. Cette simulation ne prend cependant pas en compte ni la composition sectorielle spécifique du Luxembourg (dans ce sens, l'impact pourrait être plus important considérant les droits appliqués aux produits métalliques) ni d'effets de second tour (dont l'impact est indéterminé). Ces résultats sont fournis à titre indicatif, comme dans la plupart des simulations, ils sont entourés d'une marge d'incertitude importante.

8 Perspectives de l'économie mondiale, FMI, avril 2025.

9 Ces estimations reposent sur les mesures de droits de douane implémentées entre le 1^{er} février et le 4 avril 2025.

10 Spring 2025 Economic Forecast, Commission européenne, 19 mai 2025, pp. 63-75.

Quels effets sur l'inflation?

Dans la plupart des estimations menées à ce sujet, l'impact de ces relèvements de droits de douane sur l'inflation est indéfini. Ce seraient surtout les États-Unis qui pâtiraient des pressions les plus marquées sur les prix à la consommation puisque les prix de leurs importations seront directement impactés et a priori largement répercutés sur les consommateurs. Mais pour les autres pays, cela dépendra surtout des mesures de rétorsion qui seront appliquées sur leurs droits de douane, celles-ci impliquant aussi de manière directe une hausse des prix à l'importation pour les biens acheminés des États-Unis.

Ainsi, les prévisions d'inflation pour la zone euro n'ont pas été spécialement revues à la hausse du fait du contexte actuel. L'abaissement des perspectives de croissance mondiale s'accompagne en effet de pressions baissières sur les prix des matières premières (et notamment du pétrole), l'effet dépressif sur l'activité en zone euro devrait diminuer les tensions salariales et la dépréciation du dollar US par rapport à l'euro joue aussi à la baisse sur les prix des importations (elle dégrade en revanche la compétitivité des exportations de biens de la zone euro).

L'application de contre-mesures tarifaires de la part de l'UE vis-à-vis des États-Unis représente un risque majeur à la hausse sur les perspectives d'inflation en zone euro. La guerre commerciale est également susceptible d'entraîner des perturbations dans les chaînes de production mondiales et un blocage de l'offre pour certains produits (pénuries), avec un impact haussier sur leurs prix. À l'inverse, l'éventualité d'une réorientation des exportations chinoises vers l'UE (au lieu des États-Unis) pourrait avoir un effet modérateur sur les prix en zone euro (avec le risque cependant que certains de ces produits viennent concurrencer ceux de l'industrie européenne).

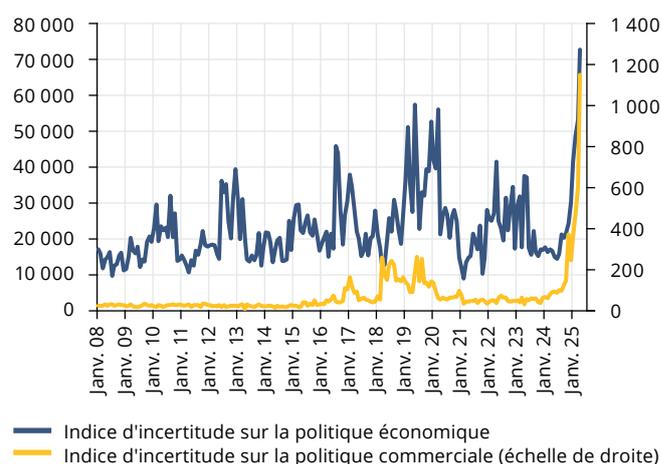
Beaucoup d'incertitudes...

Dans le contexte lié à cet affrontement commercial, le mot d'"incertitude" est largement employé. Cette incertitude a un caractère double. D'abord, elle entoure les décisions qui seront finalement prises de part et d'autre en matière de tarifs douaniers (taux appliqués, calendrier, pays et biens concernés). Ensuite, elle entoure l'estimation de l'impact des décisions qui seront prises (sur l'activité, sur le commerce international, sur l'inflation, etc.).

De telles estimations ont déjà été effectuées par le passé – notamment à l'occasion de la première présidence Trump – mais, dans la situation présente, l'ampleur des relèvements de droits de douane est historiquement élevée et revêt un caractère généralisé. Il faut remonter loin dans l'histoire pour retrouver des taux aussi élevés, à une époque où les chaînes de production mondiales n'étaient pas aussi fortement imbriquées. Les élasticités-prix du commerce international utilisées dans les modèles d'estimation actuels pourraient s'en trouver inappropriées.

Développés sur base d'occurrence de mots clés dans les médias, plusieurs indicateurs d'incertitude ont atteint des records historiques au cours des derniers mois (cf. graphique E, dernières données disponibles: avril 2025).

Graphique E
Indicateurs d'incertitude



Sources: Economic Policy Uncertainty Index, Federal Reserve Board (derniers points: avril 2025)

Cette hausse de l'incertitude est susceptible d'avoir des conséquences à court terme, tout particulièrement en ce qui concerne les décisions d'investissement. Le flou entourant actuellement la politique commerciale devrait pousser les investisseurs à retarder certaines de leurs décisions, en attendant justement que la situation s'éclaircisse. D'après les estimations du FMI¹¹, la hausse de l'incertitude globale pourrait réduire l'investissement mondial de 2% en 2025 et 3% en 2026 (par rapport au scénario de référence). Selon Oxford Economics, un choc d'incertitude persistant affectant uniquement les investissements pourrait entraîner une baisse du PIB de la zone euro de 0.7 à 1.4% environ à l'horizon 2028. Et en cas de choc de confiance généralisé, cet impact serait quasiment doublé.

11 World Economic Outlook, avril 2025, p. 31.

... mais peut-être aussi des opportunités

À l'inverse, les investissements européens pourraient être stimulés par les conséquences de la nouvelle politique étrangère des États-Unis, qui dépasse la seule problématique des droits de douane. La volonté affichée par l'administration Trump de rompre avec le multilatéralisme vient notamment bouleverser les équilibres géostratégiques. Par exemple, le changement d'attitude des États-Unis vis-à-vis des enjeux liés au conflit en Ukraine a eu pour effet de pousser l'Union européenne à reconsidérer ses orientations en matière de défense. La Commission européenne a ainsi présenté le 4 mars un plan massif de réarmement de l'UE d'un montant de 800 Mia EUR.

L'Allemagne a par ailleurs adopté en mars un plan de relance massif de 500 Mia EUR d'investissements dans les infrastructures publiques répartis sur 12 ans (en plus d'une hausse des dépenses de 500 Mia aussi dans la défense). Même si ce plan ne résulte pas uniquement de la menace des nouveaux tarifs douaniers américains (car l'économie allemande et notamment son industrie étaient déjà dans une situation difficile depuis 2022), elle a sûrement pesé dans la décision, en particulier du fait des droits spécifiques annoncés sur des produits importants du tissu industriel allemand, comme l'acier et les voitures. Cette hausse des dépenses allemandes constitue un signal positif du point de vue du Luxembourg, dont l'Allemagne est le premier pays destinataire à l'export (tant pour les biens que pour les services).

Le Luxembourg présente une forte spécialisation dans les services financiers (un quart de son activité environ de manière directe, bien plus encore de façon indirecte). À ce titre, il est fortement dépendant de l'évolution de l'environnement financier international. Les jours ayant suivi les annonces du Liberation day ont été marqués par de fortes perturbations sur les marchés financiers. La situation s'est un peu calmée ensuite (grâce à une certaine désescalade sur le front des tarifs douaniers), mais le risque de nouveaux chocs, voire de crise financière, n'est pas à exclure et un pays aussi spécialisé dans la finance que le Luxembourg pourrait souffrir d'effets de contagion.

Une perte de confiance sur les actifs financiers américains pourrait cependant aussi pousser les investisseurs à privilégier les actifs de pays européens stables. Les fonds d'investissement domiciliés au Luxembourg ont enregistré 60 Mia EUR d'émissions nettes d'actifs au 1^{er} trimestre 2025, un record sur les quatre dernières années. La gestion de fonds d'investissement est centrale dans l'activité du pays et ses échanges de services financiers.

Le Luxembourg pourrait gagner des parts de marché si les fonds négociés en bourse (ETF) investissant dans des actions américaines – qui sont principalement domiciliés en Irlande – connaissent des retraits des investisseurs et que ceux-ci se reportent sur des fonds domiciliés au Luxembourg.

Principales conclusions

- Une politique de relèvement des droits de douane produit en général des effets négatifs pour l'activité.
- Dans le cas présent, les États-Unis seraient parmi les pays les plus impactés, aux côtés de ceux qui subiraient les relèvements les plus marqués, ceux dont l'exposition des exportations vers les États-Unis est la plus élevée et ceux qui engageraient de fortes contre-mesures du même type.
- L'impact sur l'inflation serait indécis, mais significativement haussier pour les États-Unis et pour les pays appliquant des mesures de rétorsion tarifaires importantes.
- Le Luxembourg est relativement peu exposé de manière directe, la part de ses exportations de biens vers les États-Unis étant relativement faible (même si certains de ses produits phares à l'exportation, comme l'acier et l'aluminium, font l'objet de tarifs spécifiques particulièrement élevés).
- Il devrait cependant souffrir indirectement de l'impact négatif entraîné par ces relèvements via ses partenaires européens ou en cas de déstabilisation des marchés financiers.
- De nombreuses incertitudes entourent la nature et le calendrier des décisions qui seront effectivement adoptées, ce qui rend les estimations d'impact également incertaines.
- Cette incertitude impacterait en premier lieu les décisions d'investissement.
- Le revirement de la politique étrangère américaine, dont la hausse des droits de douane fait partie, conduit les pays européens à prendre des mesures dont certaines pourraient tempérer l'impact négatif attendu sur l'activité.

7.2

La baisse de la productivité du travail au Luxembourg influencée par la rétention de main-d'œuvre?

La baisse de la productivité apparente du travail au Luxembourg, constatée depuis une demi-douzaine d'années environ, est un sujet maintes fois commenté et analysé. La rétention de main-d'œuvre – le fait que des entreprises retiennent des travailleurs au sein de leurs effectifs, alors que la situation de l'activité et des commandes leur demanderait de s'en séparer – est citée dans la littérature comme un des facteurs pouvant expliquer une baisse de la productivité (exprimée par tête). De nouvelles données sur la rétention de main-d'œuvre permettent de vérifier cette éventualité dans le cas du Luxembourg. Il s'avère qu'un lien négatif – un accroissement de la rétention entraînant une baisse de la productivité – peut être établi moyennant certaines simplifications. Mais des recherches supplémentaires sont nécessaires afin de quantifier plus précisément la part explicative que prend la rétention dans la baisse de la productivité.

Première analyse des nouvelles données sur la rétention de main-d'œuvre au Luxembourg

Le Luxembourg se caractérise depuis quelques années par une productivité apparente du travail en baisse. Certes, le constat est à nuancer, suivant l'agrégat examiné (branches considérées, productivité horaire ou par personne), mais la question est suffisamment sérieuse pour l'examiner sous tous les angles possibles.

Depuis peu, de nouvelles données sur la rétention de main-d'œuvre ("labour hoarding") permettent de prendre en compte une dimension qui n'existait jusque-là qu'en théorie.

Comme mis en avant e.a. par Coquet et Heyer (2025) pour la France, il est possible que la productivité du travail soit négativement affectée par le fait que beaucoup d'entreprises hésitent à se séparer de travailleurs, alors que la demande et l'activité faibles les y inciteraient plutôt.

La raison pour retenir des travailleurs en surnombre peut tenir à des coûts de licenciement élevés (liés par exemple à la rigidité de la législation du travail (cf. Fedotenkov et al., 2024) entraînant des indemnités de départ élevées), une rentabilité suffisamment élevée dans les entreprises pour absorber temporairement les coûts de cette politique (cf. Botelho, 2024) ou le risque de ne pas retrouver assez rapidement les bons profils et qualifications en cas de reprise.

Dans cette étude, nous analyserons donc les nouvelles données luxembourgeoises sur la rétention de main-d'œuvre, dans une approche d'analyse conjoncturelle classique, en les confrontant à d'autres séries statistiques et en tirant des inférences sur leur pertinence (ou non). Par là même, nous vérifierons leur concordance (ou non) avec les faits stylisés mis en avant dans les articles de la littérature économique référencés ci-dessous, en particulier leur potentiel d'explication de la baisse de la productivité au Luxembourg depuis quelques années.

¹ La rétention de main-d'œuvre peut être définie comme "la part de la main-d'œuvre qui n'est pas pleinement utilisée par une entreprise au cours de son processus de production à un moment donné" (BCE 2003).

Un sujet amplement traité dans la recherche

Les articles pris en compte pour cette étude se déclinent autour de plusieurs axes.

L'exploitation directe des données nouvellement constituées

La Commission européenne (EC 2023) décrit les nouvelles données qui sont basées sur les réponses des entreprises à certaines questions figurant dans les enquêtes de conjoncture. Le fait de ne pas lancer une nouvelle enquête, mais de se baser sur des enquêtes existantes, a permis de reconstituer des séries mensuelles relativement longues (début des années 80 pour certains pays, années 90 pour la plupart des autres, 2015 pour le Luxembourg).

Elle s'affaire ensuite à comparer ces séries à d'autres, décrivant l'activité (PIB, degré d'utilisation des capacités de production) ou le marché du travail (durée de travail par personne) pour conclure que les nouvelles séries sur la rétention de main-d'œuvre décrivent "une réalité plausible", à la fois au niveau pays et au niveau branches (industrie, construction, commerce de détail, autres services). La Commission européenne remarque finalement que l'indicateur de rétention de main-d'œuvre apparaît comme étant "purement cyclique", puisque après chaque pic, il reviendrait progressivement à son niveau d'avant-crise (il serait donc stationnaire). Cela permettrait une interprétation plus aisée que d'autres indicateurs de rétention de main-d'œuvre, comme le nombre moyen d'heures travaillées, qui refléteraient également des tendances structurelles (baisse tendancielle de la durée de travail).

De façon analogue, dans un document de travail de l'INSEE (Génin H., Scott S., 2022) les auteurs, à l'aide des enquêtes mensuelles de conjoncture auprès des entreprises, proposent un indicateur individuel et mensuel de rétention de main-d'œuvre permettant l'étude de ce comportement dans l'industrie française entre 2004 et 2021.

Selon cet indicateur, au moins un salarié de l'industrie sur dix travaillerait dans une entreprise retenant de la main-d'œuvre sur chaque mois de la période étudiée. Cette part augmenterait durant les crises, particulièrement lors de la crise sanitaire où elle atteignait un salarié sur deux. La confrontation de l'indicateur aux évolutions réelles des chiffres d'affaires et des effectifs des entreprises montrerait que la majorité des entreprises pratiquant la rétention baisseraient tout de même leurs effectifs, mais que ces baisses seraient moindres que celles des autres entreprises. Les auteurs proposent aussi un indicateur alternatif, construit sur données administratives.

Partant d'une équation de demande de travail

Dans un document de travail récent ("La productivité retrouve des couleurs", Coquet B., Heyer E., 2025), l'OFCE (Observatoire français des conjonctures économiques) revient sur la trajectoire de la productivité du travail en France, qui aurait traversé un long passage à vide entre la crise sanitaire et la fin de 2022. Elle se serait ensuite redressée, progressant au rythme annuel de 1.3% depuis le début de 2023 dans le secteur marchand non agricole, soit plus rapidement que sa tendance de long terme.

L'OFCE estime des équations de demande de travail "augmentées" par branche (10) en panel entre 1995 et 2024, en modèles à correction d'erreur. Dans la partie long terme figurent les déterminants classiques comme la valeur ajoutée, l'emploi, le coût réel du travail, les heures travaillées et une tendance de productivité. Dans la partie court terme, les auteurs ajoutent des variables qui permettraient éventuellement d'expliquer la baisse de la productivité (aides aux entreprises, tensions sur le marché du travail, etc.). Le résidu de l'estimation traduirait alors la rétention de main-d'œuvre.

Au total, ils parviennent à expliquer 75% de l'écart de productivité accumulé depuis 2019 par rapport à la tendance de long terme, ce qui laisserait sans explication 25% des emplois surnuméraires créés ou maintenus depuis cinq ans, fraction que les auteurs classifient implicitement comme "rétention d'emplois".

En 2024, les experts du Mécanisme européen de stabilité (MES, Gabriele et al., 2024) notent que la robustesse du marché du travail européen aurait mis en évidence la résilience de la zone euro face aux récents chocs économiques, mais que cette résilience pourrait être de courte durée. En effet, dans un contexte d'activité déclinante, ce maintien de l'emploi a entraîné une baisse de la productivité du travail qui devrait nécessiter à terme un réajustement des effectifs à la baisse.

Pendant la pandémie mais aussi pendant la crise énergétique, les dispositifs de maintien dans l'emploi auraient protégé l'emploi, tandis que l'activité a considérablement chuté, entraînant une baisse marquée de la productivité du travail par employé. Les auteurs saisissent la rétention de main-d'œuvre en analysant les relations historiques entre l'activité économique et l'emploi avant la pandémie sur base d'un modèle vectoriel autorégressif avec l'emploi et la valeur ajoutée brute, du 1^{er} trimestre 1995 au 4^e trimestre 2019. Ensuite, ils exécutent une prévision conditionnée par la valeur ajoutée brute réalisée entre le 1^{er} trimestre 2000 et le 2^e trimestre 2024. La mesure de la thésaurisation de la main-d'œuvre est la différence entre la trajectoire d'emploi observée et la trajectoire découlant du modèle.

Dans la zone euro, l'Allemagne et la France seraient (de manière significative) à l'origine du phénomène de rétention de main-d'œuvre, les niveaux d'emploi dans ces pays étant de 5 à 7% supérieurs à ce qu'ils seraient sans rétention. Il faut tout de même noter que l'approche de l'OFCE, qui est à la base très similaire à celle des experts du MES, est largement plus sophistiquée, en identifiant quelques-uns des facteurs ayant entraîné la thésaurisation de main-d'œuvre, comme les aides aux entreprises.

Autres pistes

Fedotenkov et al. (2024) examinent dans quelle mesure la législation sur la protection de l'emploi affecte différemment la croissance de la productivité par branche en période de crise et de reprise. Ils constatent qu'une protection du travail plus stricte réduit la croissance de la productivité du travail dans les secteurs où la part des travailleurs diplômés de l'enseignement supérieur est importante, tandis que cet effet est négligeable ou positif dans les secteurs où les travailleurs moins diplômés sont plus nombreux (comme l'agriculture, les mines et les carrières). Ils attribuent ce phénomène à une rétention de main-d'œuvre plus intense dans le premier cas, car la législation renforce la rétention de main-d'œuvre dans les secteurs qui dépendent de l'accumulation de connaissances spécifiques à l'entreprise et d'un capital humain qualifié difficilement remplaçable par du capital physique.

La Banque centrale européenne utilise un indicateur alternatif de rétention de main-d'œuvre, basé sur l'enquête SAFE ("Survey on the access to finance of enterprises"), publié pour la première fois en 2024 (Botelho, 2024)².

Ainsi, au 1^{er} trimestre 2024, la part des entreprises conservant leurs effectifs serait restée supérieure aux niveaux d'avant la pandémie en zone euro. L'indicateur de rétention de main-d'œuvre s'établirait à 22.2% au 1^{er} trimestre 2024, un niveau relativement élevé par rapport à la moyenne pré-pandémique de 12.7%.

Les auteurs estiment que des marges bénéficiaires plus élevées auraient amélioré la capacité des entreprises à retenir de la main-d'œuvre en cas de choc économique défavorable.

Des régressions au niveau des entreprises sont effectuées pour estimer la relation entre marges bénéficiaires et rétention de main-d'œuvre. Ils estiment qu'une augmentation d'un point de % de la marge bénéficiaire d'une entreprise ajouterait environ 0.2 point de % à la part des entreprises qui conservent de la main-d'œuvre en réponse à une détérioration des perspectives.

Kuo Chiu-Wei (2024) analyse les mécanismes par lesquels les dispositifs de chômage partiel affectent les ajustements de l'emploi des entreprises, en utilisant des données d'établissement recueillies pendant la Grande Récession au Japon. Les résultats montreraient que le chômage partiel entraînerait une baisse des embauches et des cessations d'emploi, sans effet positif significatif sur l'emploi net. La baisse des embauches observée s'expliquerait par la façon dont le chômage partiel favoriserait la rétention de main-d'œuvre: il encouragerait les entreprises à conserver les emplois superflus en subventionnant les coûts de rétention de main-d'œuvre. L'excédent de personnel dans les entreprises adoptant le chômage partiel diminuerait l'incitation à recruter de nouveaux travailleurs en prévision de la reprise. Ainsi, la flexibilité salariale se substituerait à la flexibilité de l'emploi.

L'auteur met en avant que les effets estimés du traitement du chômage partiel au Japon sur la rotation du personnel seraient de -1.4% (sur une base annuelle) pour les cessations d'emploi et de -3.1% pour les embauches. Par conséquent, l'effet global de la subvention sur l'emploi serait de -1.7%, mais ce résultat ne serait pas statistiquement significatif.

Giupponi G. et Landais C. (2023) s'appuient sur des données administratives de sécurité sociale italiennes et sur des variations quasi expérimentales des règles de chômage partiel pour démontrer ses effets sur la situation des entreprises et des travailleurs pendant la Grande Récession. Trois raisons simples expliqueraient la connaissance très limitée des effets et de la pertinence du chômage partiel. La première serait le manque critique de données administratives sur le chômage partiel au niveau des entreprises ou des individus. La deuxième résiderait dans l'absence de sources crédibles d'identification du traitement du chômage partiel, c.-à-d. qu'il n'existerait pas de méthode évidente pour contrôler la sélection des entreprises qui y ont recours. La troisième serait l'absence de cadre permettant d'évaluer les inefficacités que le chômage partiel vise à corriger. Le chômage partiel peut préserver l'emploi, mais comment évaluer si le maintien de ces occupations améliore le bien-être?

² L'indicateur de rétention de main-d'œuvre élaboré par la BCE correspond à la part des entreprises n'ayant pas réduit leurs effectifs malgré une dégradation de leurs perspectives d'activité (analogue à l'approche de la Commission européenne). La marge d'activité reflète la part des entreprises ayant subi une dégradation de leurs perspectives d'emploi au cours des six derniers mois, tandis que la marge d'emploi correspond à la part des entreprises n'ayant pas réduit leurs effectifs parmi celles ayant signalé une dégradation de leurs perspectives au cours de la même période.

Cet article aborderait les limites susmentionnées en démontrant que le chômage partiel aurait des effets importants et significatifs sur l'emploi des entreprises, tant à la marge intensive qu'extensive. Comparées aux autres entreprises, celles recourant au chômage partiel connaîtraient une réduction de 40% du nombre d'heures travaillées par employé et une augmentation d'ampleur similaire du nombre d'employés, sans effet perceptible sur les salaires. Les effets sur l'emploi se traduiraient par un léger effet positif sur les entrées et un effet négatif important sur les sorties, la plupart des effets se concentrant sur les contrats à durée indéterminée. Le chômage partiel aurait ainsi un effet positif sur la probabilité de survie des entreprises.

Les données luxembourgeoises (et européennes) sur la rétention de main-d'œuvre

La Commission européenne a développé depuis peu un nouvel indicateur de rétention de main-d'œuvre basé sur ses enquêtes de conjoncture qualitatives bien connues (EC 2023). Ce nouvel indicateur de rétention de main-d'œuvre combine les réponses des dirigeants à deux questions d'enquête existantes, à savoir leurs attentes en matière de production et d'emploi. L'idée est que la rétention de main-d'œuvre se produit lorsque les entreprises anticipent une baisse de leur production, mais une stabilité, voire une augmentation, de leur emploi. La valeur obtenue reflète le % (pondéré) d'entreprises qui retiennent de la main-d'œuvre dans un pays donné et dans chacun des secteurs couverts. Les données sont donc recompilées à partir de données individuelles d'enquêtes – il ne s'agit pas d'une agrégation de séries conjoncturelles existant déjà. Depuis mai 2023, les nouvelles données de rétention de main-d'œuvre font partie du programme des enquêtes de conjoncture de l'Union européenne. Elles sont calculées et publiées mensuellement pour tous les pays couverts par le programme.

Les données pour le Luxembourg couvrent la période de 2015 à 2024 et les branches de l'industrie (NACE B, C, D, E), de la construction (F) du commerce de détail (G47) et des autres services non financiers (H, I, J, L, M, N)³. Les données pour le Luxembourg sont donc moins longues que celles pour d'autres pays, ce qui en limite quelque peu la portée et les possibilités d'analyse (surtout économétrique, où un nombre élevé d'observations est toujours désirable).

Les données luxembourgeoises sur la rétention de main-d'œuvre semblent globalement pertinentes

Les indicateurs auxquels nous comparerons les données sur la rétention de main-d'œuvre sont répartis en deux groupes:

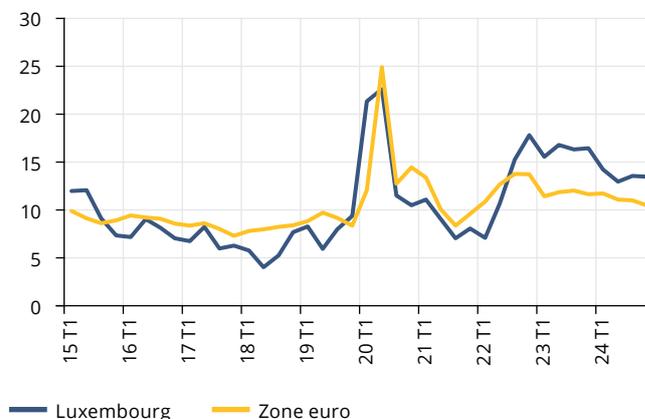
- Ceux directement ou indirectement en lien avec l'activité (donc aussi la productivité);
- Ceux ayant trait au marché du travail (indicateurs de tension, durée de travail).

Avant d'entamer l'analyse proprement dite, nous allons présenter les nouvelles données luxembourgeoises en les comparant aux données européennes, et aussi, dans un cas particulier, en tentant d'en effectuer une décomposition, afin de différencier les mouvements dus aux opinions exprimées sur l'activité de celles sur l'emploi.

Graphique A

Pourcentage d'entreprises pratiquant la rétention de main-d'œuvre*

En % du total des entreprises



* Les indicateurs agrégés et pondérés couvrent les NACE B-E (industrie), F (construction), G (commerce) et H-J, L-N (services).
Sources: STATEC, Commission européenne

³ Les données sur les services ne sont pas (encore) publiées pour le Luxembourg, elles ont été compilées spécifiquement pour la réalisation de cette étude. Il est à compter qu'elles seront publiées régulièrement à partir du 3^e trimestre 2025.

La trajectoire de la rétention de main-d'œuvre pratiquée par les entreprises luxembourgeoises est très en ligne avec les données pour la zone euro dans son ensemble (cf. graphique A). La rétention plus élevée au Luxembourg en fin de période provient de la construction. Dans cette branche, en raison de la crise déclenchée par la hausse des taux d'intérêt, l'affaissement de l'activité a été plus prononcé au Luxembourg que dans la plupart des autres pays, ce qui explique que la part des entreprises y déclarant retenir de la main-d'œuvre frôle les 45% sur les derniers trimestres de 2024 (pas de données pour 2025 pour cette étude).

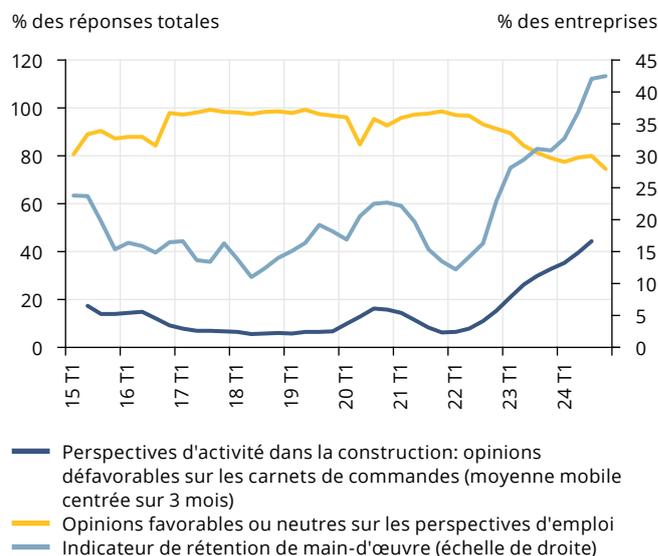
Dans l'industrie, le pourcentage d'entreprises luxembourgeoises pratiquant de la rétention de main-d'œuvre semble structurellement plus élevé que dans la zone euro (31 trimestres sur 40 depuis 2015), ce qui pourrait être mis en lien avec le régime du chômage partiel luxembourgeois, particulièrement répandu dans cette branche⁴.

Dans les branches de services, on n'observe pas de différence structurelle notable avec les données européennes. Pour le commerce de détail, les données luxembourgeoises sont très volatiles, mais, en tendance, très alignées sur celles de la zone euro. Dans les autres services⁵, le "labour hoarding" semble un peu moins prononcé qu'en zone euro: au Luxembourg, 6.1% des entreprises y auraient eu recours en moyenne sur toute la période, contre 8.4% en zone euro.

Lorsque l'on s'intéresse plus en particulier à la construction, où l'indicateur de rétention de main-d'œuvre se démarque par son niveau élevé en fin de période, à la fois en comparaison européenne, mais aussi par rapport aux données historiques luxembourgeoises, on peut se demander si cette envolée serait plutôt due à une dégradation des perspectives conjoncturelles d'activité ou aux opinions favorables sur l'emploi.

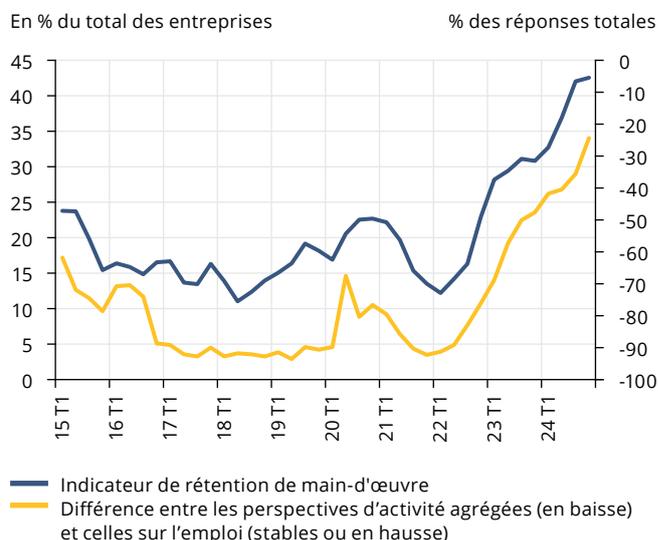
Or par construction, l'indicateur publié ne permet pas de faire cette distinction, car il agrège des réponses individuelles. Cependant, en faisant référence aux séries agrégées reprenant les réponses à ces mêmes questions (perspectives de production et en matière d'emploi), il est possible d'approximer cette décomposition.

Graphique B
Désagrégation de l'indicateur de rétention de main-d'œuvre dans la construction au Luxembourg (1)



Source: STATEC

Graphique C
Désagrégation de l'indicateur de rétention de main-d'œuvre dans la construction (2)



Source: STATEC

⁴ Le chômage partiel apparaît dans la littérature comme un déterminant essentiel de la rétention de main-d'œuvre.

⁵ NACE H, I, J, L, M, N, c.-à-d. Transports et entreposage, Hébergement et restauration, Information et communication, Activités immobilières, Activités spécialisées, scientifiques et techniques et Activités de services administratifs et de soutien.

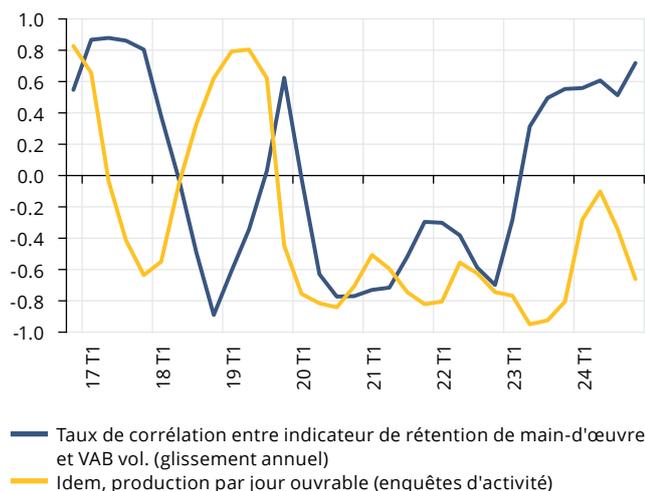
Le graphique B reprend l'indicateur de rétention de main-d'œuvre (sur l'échelle de droite) et les réponses des chefs d'entreprises aux deux questions conjoncturelles susmentionnées (perspectives de production et en matière d'emploi) sur l'échelle de gauche. Il apparaît que la forte rétention de main-d'œuvre en fin de période résulterait surtout d'une dégradation des perspectives en matière d'activité: le pourcentage d'entreprises indiquant une dégradation du carnet de commandes aurait été multiplié par 6 entre 2022 et 2024.

En prenant la différence entre les perspectives d'activité agrégées (dans la construction) et celles sur l'emploi, on peut déduire un indicateur de rétention de main-d'œuvre non pas bâti sur les réponses individuelles, mais dérivé des séries agrégées (répondant aux mêmes questions). Comme on peut le voir au graphique C, il est très fortement corrélé avec l'indicateur de rétention de main-d'œuvre élaboré sur base des réponses individuelles.

Un lien négatif avec l'activité et la productivité tel qu'indiqué par la littérature

Graphique D
Corrélations entre activité et rétention de main-d'œuvre dans l'industrie

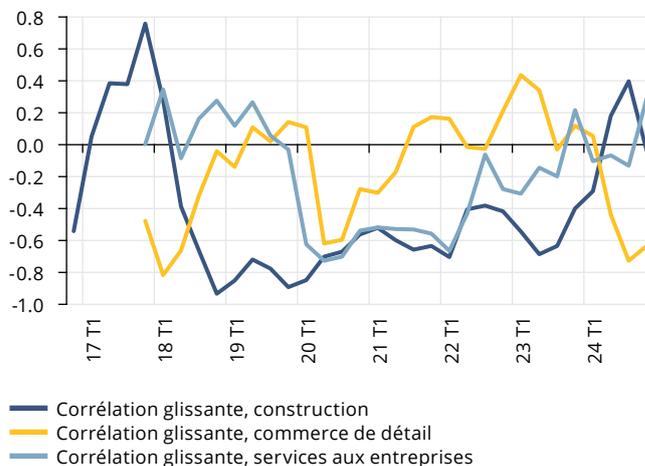
Taux de corrélation glissant sur 8 trimestres (données non centrées)



Source: STATEC

Graphique E
Corrélations entre chiffre d'affaires en volume et rétention de main-d'œuvre, autres branches

Taux de corrélation glissant sur 8 trimestres, non centré



Source: STATEC

Comment s'articulent les séries sur la rétention de main-d'œuvre en comparaison avec celles observées sur l'activité? Les articles revus (surtout EC 2023) préconisent une corrélation négative: une activité en baisse engendrerait une tendance à préserver dans les entreprises des travailleurs censés pouvoir être réoccupés en cas de reprise de l'activité. Les raisons de cette stratégie tiennent principalement aux coûts (financiers et autres) en matière de licenciement et de réembauchage respectivement, souvent rendus élevés par la législation existante (cf. Annexe N). Ces coûts peuvent être amplifiés par un marché du travail tendu.

On s'attend ainsi à un lien négatif entre les indicateurs de rétention de main-d'œuvre et d'activité, cette dernière étant prise en taux de croissance (t/t-4), car il ne s'agit pas d'une série stationnaire, au contraire du "labour hoarding".

Différentes mesures de l'activité, au sens large, peuvent être envisagées pour être comparées aux indicateurs de rétention de main-d'œuvre. La valeur ajoutée brute (VAB) en volume est une option naturelle en raison de son lien direct avec le PIB, pour pouvoir ainsi éventuellement tirer des conclusions sur les origines de la baisse de la productivité.

C'est ce que la Commission européenne propose dans sa publication de 2023, où elle établit cette corrélation négative (entre indicateur de "labour hoarding" et glissement annuel du PIB, pour la zone euro dans son ensemble mais aussi pour les pays individuels). Mais dans le cas du Luxembourg, ce lien est plutôt faible. On s'est donc replié sur des mesures plus directes de l'activité, et sans doute aussi davantage visibles dans le chef des décideurs, fixant les orientations en matière de politique de ressources humaines.

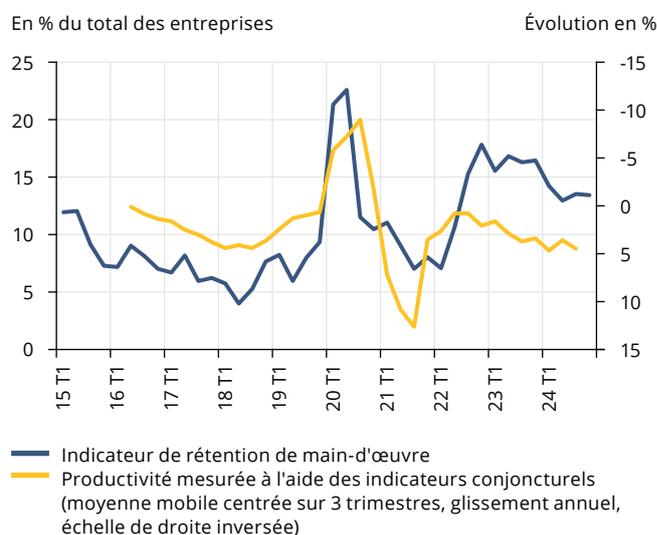
Pour l'industrie, la production par jour ouvrable semble l'indicateur le plus approprié. Sur une fenêtre glissante de deux ans (8 observations, cf. graphique D), le taux de corrélation entre l'indicateur de rétention de main-d'œuvre et le taux de croissance en glissement annuel de l'activité (en considérant la production par jour ouvrable) est négatif dans près de 80% des cas, alors que ce n'est le cas qu'une fois sur deux lorsque l'on mesure l'activité avec la VAB. Pour l'industrie, une des raisons pour la discordance entre activité (mesurée directement pas les enquêtes) et VAB (entrée en jeu de conventions et de normes comptables) réside dans le travail à façon⁶.

Pour les autres branches, il y a d'autres raisons pour lesquelles l'activité telle que représentée par la valeur ajoutée ne constitue pas une mesure directe de l'activité exercée par les employés dans les entreprises. Il y a par exemple la question de la déflation et la prise en compte de la consommation intermédiaire (VAB = production moins consommation intermédiaire). Dans la construction, la promotion immobilière est incluse dans le calcul de la valeur ajoutée, alors que ces entreprises ne sont pas présentes dans l'enquête mensuelle de conjoncture. Pour résumer, l'agrégat qui montre pour les besoins de notre analyse la meilleure corrélation (négative) avec la pratique supposée de rétention de main-d'œuvre (dans la construction et dans les services) est le chiffre d'affaires en volume, calculé à partir des déclarations de TVA.

Le graphique E montre que les corrélations glissantes (indicateur de rétention et croissance de l'activité en glissement annuel) sont négatives dans la majorité des cas, avec une fréquence accrue en fin de période. Implicitement donc, sous l'hypothèse que la rétention de main-d'œuvre soit associée à une productivité (par personne) déclinante, il faudra représenter l'activité à l'aide des indicateurs conjoncturels susmentionnés, et non pas à partir de la valeur ajoutée en volume.

En effet, la rétention de main-d'œuvre a souvent été mise en avant comme étant à la base de la mauvaise performance en matière de productivité, en Europe, sur les dernières années. L'élaboration nouvelle par la Commission européenne des indicateurs de rétention de main-d'œuvre tendrait ainsi à mieux cerner et comprendre la bonne performance du marché du travail face à une activité stagnante. Botelho (2024), EC (2023) et Gabriele et al. (2024) insistent dans ce contexte sur le lien naturellement négatif entre productivité du travail et rétention de main-d'œuvre.

Graphique F
Rétention de main-d'œuvre et productivité
"conjoncturelle" (industrie, construction, services)



Source: STATEC

Pour les besoins de cette étude, pour étudier la productivité en lien avec la rétention d'emplois, nous nous sommes donc appuyés sur les indicateurs d'activité conjoncturels mis en avant ci-dessus. En effet, leur baisse est très souvent associée à une stratégie de conservation de la main-d'œuvre dans les entreprises. Comme on peut le voir au graphique F, la corrélation (négative) entre rétention de main-d'œuvre et productivité du travail (échelle de droite inversée) est assez manifeste, pour l'ensemble des branches considérées. Si la décision de retenir ou non des travailleurs productifs et coûteux à réembaucher est prise dans le chef des entrepreneurs et des managers, il semble intuitif que ces derniers se basent plutôt sur des indicateurs conjoncturels directement observés dans leurs établissements (production, chiffre d'affaires), plutôt que sur un agrégat synthétique comme la valeur ajoutée.

⁶ Cf. Note de conjoncture n° 1-2024, STATEC, p. 25.

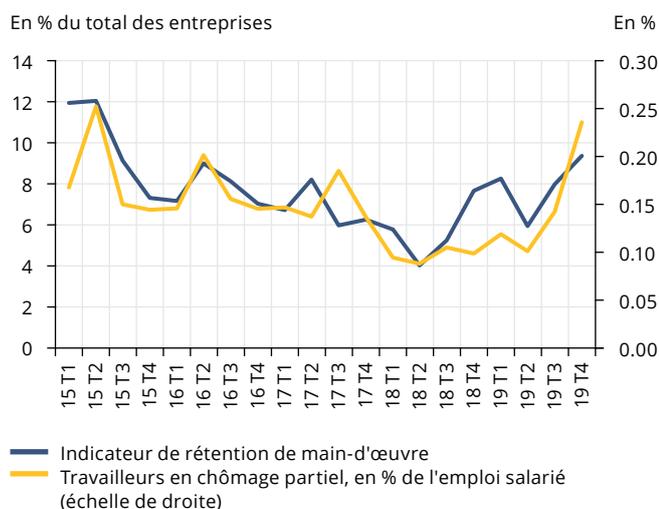
Un marché du travail tendu ne semble, contrairement aux hypothèses de la théorie, pas favoriser la rétention de main-d'œuvre

Les indicateurs du marché du travail mis en relation avec ceux de la rétention de main-d'œuvre peuvent être subdivisés en deux catégories:

- Ceux ayant un lien avec la rétention, notamment via la gestion des effectifs (chômage partiel, durée, créations d'emploi);
- Ceux mesurant les tensions sur le marché du travail (chômage, emplois vacants...).

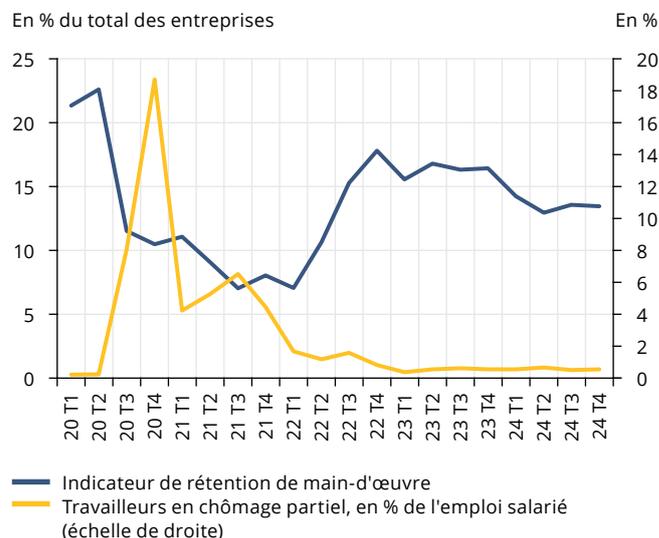
Le lien entre chômage partiel et rétention de main-d'œuvre est mis en avant, notamment dans EC (2023) et Giupponi 2023: le recours aux dispositifs du chômage partiel, qui se serait accru lors des crises récentes, mènerait directement à la rétention d'emplois dans les entreprises. Au Luxembourg, ce lien fonctionne sur la période 2015-2019, mais pas après (cf. graphiques G et H). Il est possible que le chômage partiel soit devenu, après sa facilitation lors de la crise du Covid, un instrument bien plus répandu. Effectivement, le pourcentage de travailleurs en chômage partiel est, en 2022/2023, encore jusqu'à 5 points de % plus élevé qu'en moyenne sur 2015-2019, tout en baissant à partir de 2024. Il se pourrait qu'avec la normalisation en cours, le lien positif se rétablisse à nouveau.

Graphique G Rétention de main-d'œuvre et chômage partiel: 2015-2019



Source: STATEC

Graphique H Rétention de main-d'œuvre et chômage partiel: 2020-2024



Source: STATEC

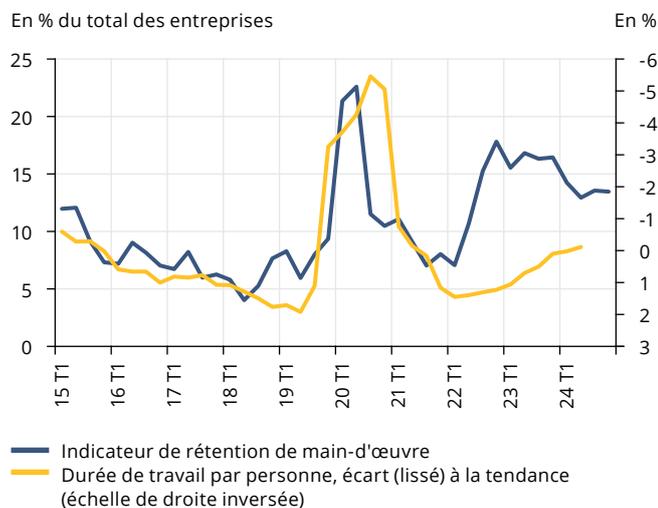
Le lien – négatif – entre heures travaillées (en moyenne par personne) et rétention de main-d'œuvre n'est pas direct, comme pour le chômage partiel, mais il est néanmoins implicite au fonctionnement de la gestion des effectifs au sein des entreprises (EC 2023). Cela étant, il semblerait que les points de retournement du "labour hoarding" précèdent de quelques trimestres ceux de la durée (cf. graphique I). Aussi, en fin de période, la baisse de la rétention semble en contradiction avec la durée qui fléchirait (un écart à la tendance qui a été positif, mais qui convergerait lentement vers zéro⁷).

Le lien entre flux bruts (nouvelles créations d'emploi) et rétention s'avère aussi être négatif, mais il fonctionne le mieux en prenant la différence première du taux de créations d'emploi: lorsque le "labour hoarding" augmente, les créations d'emploi ralentissent, et vice versa. Les points de retournement semblent plus ou moins coïncider, sauf peut-être sur le début de la période, ce dernier étant marqué par des points aberrants au niveau des créations, susceptibles de masquer le lien.

7 Toutefois, sur les données non transformées, la durée moyenne baisserait depuis le début de 2023 tout en tendant à se stabiliser en 2024. L'approche de prendre un écart à une tendance (filtre Hodrick-Prescott) lui-même encore lissé, n'est sans doute pas approprié pour déceler des retournements de tendance sur données récentes et peu nombreuses. À cela s'ajoute le biais bien connu du filtre HP en fin de période. Avec l'extension de la série brute, la série lissée (filtre HP) changera aussi sur le passé, ce qui pourra aussi changer l'aspect de l'écart à la tendance et son articulation avec la rétention.

Graphique I

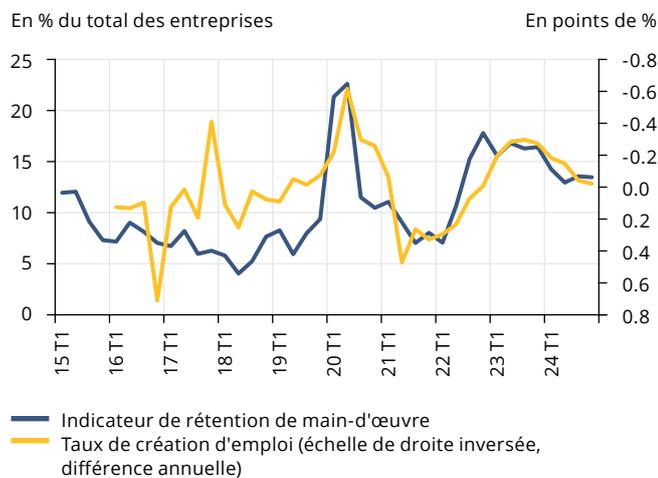
Rétention de main-d'œuvre et durée de travail



Source: STATEC

Graphique J

Rétention de main-d'œuvre et flux bruts (nouvelles créations d'emploi)



Source: STATEC

Les trois prochains indicateurs mis en relation avec le "labour hoarding" mesurent tous les tensions inhérentes au marché du travail: le taux de chômage, l'indicateur dit "de tension" (nouvelles offres d'emploi rapportées aux nouvelles inscriptions au chômage) et le taux de vacance (basé sur le stock d'offres d'emploi).

A priori (cf. Coquet et Heyer 2025, EC 2023 et Gabriele et al. 2024), des tensions accrues devraient renforcer la rétention de main-d'œuvre (hausse des coûts de réembauchage en cas de reprise).

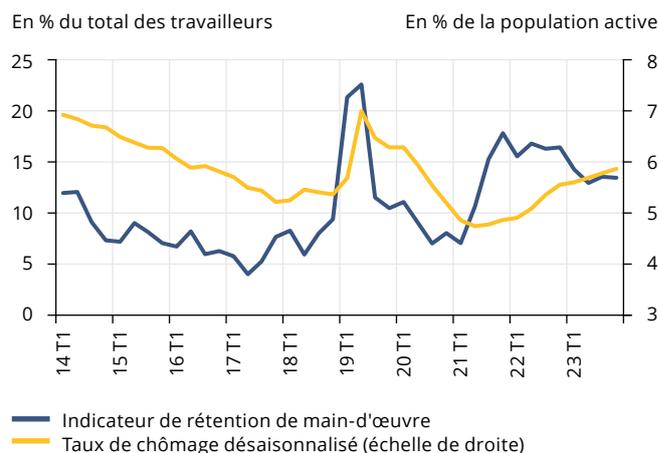
Le signe de la corrélation entre taux de chômage et indicateur de rétention devrait donc être négatif, les deux autres positifs (ils mesurent les tensions de façon directe). Or tel n'est pas le cas (cf. graphiques K, L et M). L'interprétation que nous en donnons est la suivante: dans le cas de tensions accrues sur le marché du travail, les possibilités de trouver des emplois alternatifs, mieux rémunérés, sont plus nombreuses. Dans les faits, les entreprises n'auraient simplement pas la possibilité de retenir les travailleurs désireux de démissionner, cela d'autant plus dans un marché aussi dynamique que celui du Luxembourg, marqué par des besoins de main-d'œuvre structurellement excédentaires (face à l'offre régionale limitée)⁸.

Il y a un autre niveau d'interprétation possible, qui s'articule ainsi: si les perspectives d'activité sont bien orientées, et c'est généralement le cas lorsque le marché du travail est tendu, il ne peut tout simplement pas y avoir de rétention d'emploi, suivant la façon dont l'indicateur est constitué (il ne prend en compte que les cas où l'activité est en baisse). Donc, ce lien positif entre marché du travail tendu et rétention serait difficile à déceler "par construction".

Cette interprétation met en lumière aussi une des limites de cet indicateur de rétention nouvellement élaboré, à savoir que les entrepreneurs ne sont pas directement interrogés sur le fait de pratiquer (ou non) la rétention de personnel (cf. ci-après), ni sur le degré de succès de cette pratique, si elle est volontaire.

Graphique K

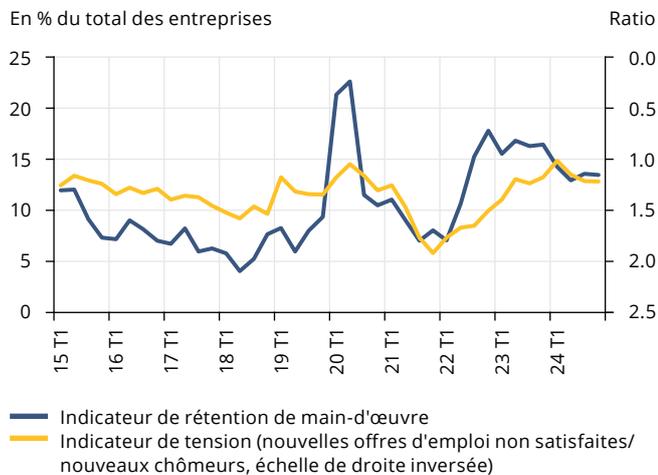
Rétention de main-d'œuvre et taux de chômage



Source: STATEC

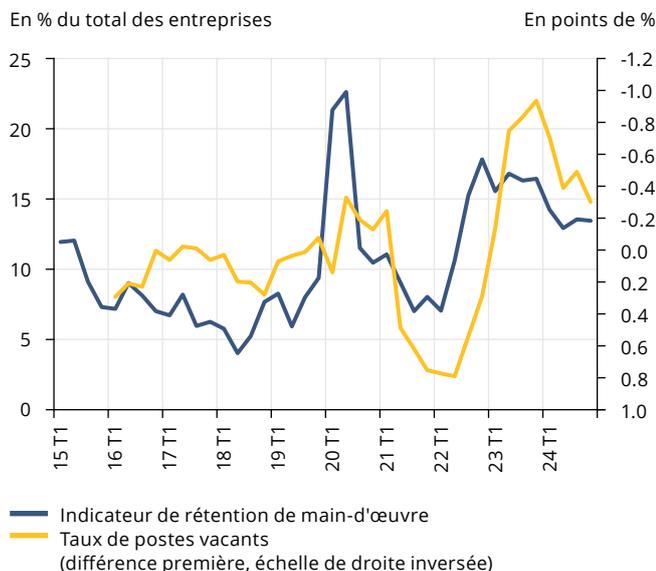
8 Notons encore que ce même lien négatif s'observe toutefois aussi dans la zone euro, et qu'aucune des publications mentionnées dans la bibliographie n'a tenté de l'explorer, ne serait-ce que graphiquement.

Graphique L
Rétention de main-d'œuvre et indicateur de tension



Source: STATEC

Graphique M
Rétention de main-d'œuvre et taux de postes vacants, économie entière



Source: STATEC

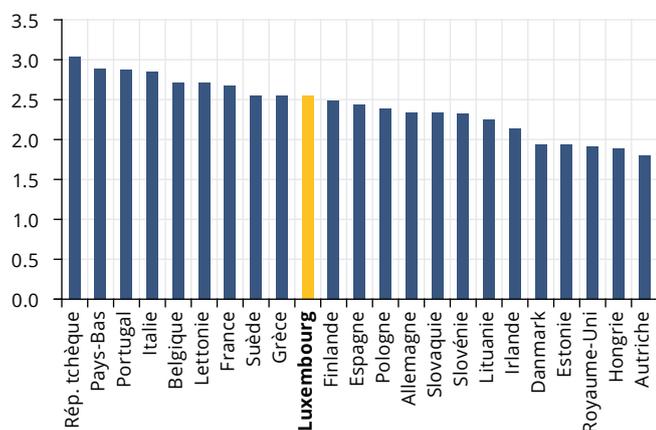
Conclusions et perspectives

- Depuis peu, de nouvelles données censées mesurer la rétention de main-d'œuvre dans les entreprises sont disponibles pour le Luxembourg, pour les branches de l'industrie, de la construction, du commerce de détail et d'autres services.
- La rétention de main-d'œuvre est plus élevée au Luxembourg qu'en zone euro sur les dernières années, surtout en raison du secteur de la construction, où plus de 40% des entreprises se voient confrontées à une situation d'activité déclinante, sans baisser les effectifs, sur le deuxième semestre de 2024.
- La confrontation des séries sur le "labour hoarding", à un niveau agrégé, avec d'autres séries conjoncturelles permet de constater que les premières affichent un comportement globalement cohérent: on relève le lien négatif avec la productivité ou l'activité (mesurée au travers d'indicateurs conjoncturels plutôt que de la valeur ajoutée), et le lien positif avec le chômage partiel (du moins jusqu'en 2020).
- En revanche, des tensions accrues sur le marché du travail (chômage bas, taux de vacances élevé) devraient favoriser la rétention, mais le lien s'avère fonctionner en sens opposé; l'interprétation en reste délicate, mais il pourrait s'agir d'une des limites des nouvelles données publiées par la Commission européenne.
- En effet, ces dernières sont construites de manière indirecte, plutôt que d'être basées sur un sondage ad hoc, auprès des chefs d'entreprise, si oui ou non, ces derniers auraient l'intention de pratiquer de la rétention d'emplois (de garder dans les effectifs des travailleurs sous-occupés), ou si cette intention s'avérerait fructueuse (qu'ils pourraient effectivement garder les travailleurs sous-occupés dans les effectifs).
- Peut-être, l'enseignement le plus intéressant qui se dégage de cette étude est constitué par le lien (négatif) établi avec la productivité si cette dernière est évaluée sur base d'indicateurs conjoncturels bruts (production par jour ouvrable issue des enquêtes d'activité mensuelles, chiffre d'affaires issu des déclarations de TVA); en effet, le lien entre productivité (VAB vol.) et rétention de main-d'œuvre est très faible.
- Pour aller plus loin, il serait envisageable d'estimer une équation de demande de travail trimestrielle pour le Luxembourg comme Coquet et Heyer (2025) l'ont fait pour la France, en intégrant dans la partie court terme d'une équation à correction d'erreur les facteurs potentiellement à l'origine de la rétention et d'en établir ainsi une quantification alternative.

Annexe

Graphique N

Degré de protection du marché du travail, 2019, travailleurs réguliers (licenciements individuels et collectifs)*



* Un chiffre plus élevé indique une protection plus forte.
Source: STATEC

Références

BCE, 2003, "Labour hoarding in the euro area", in: Bulletin mensuel, Juillet 2003

Botelho V., 2024, "Higher profit margins have helped firms hoard labour", ECB Economic Bulletin, Issue 4/2024

Coquet B., Heyer E., 2025, "La productivité retrouve des couleurs", OFCE Policy Brief 142, avril 2025

EC 2023, "A new survey-based labour hoarding indicator" in: European Business Cycle Indicators, 2nd Quarter 2023 (Technical Paper 066)

Fedotenkov I., Kvedaras V., Sanchez-Martinez M., 2024, "Employment protection and labour productivity growth in the EU: skill-specific effects during and after the Great Recession", *Empirica* (2024) 51:209–262

Gabriele C., Gumanova K., Kühl M., 2024, "Labour hoarding – EURO area's Achilles heel?", ESM Blog October 2024

Génin H., Scott S., 2022, "Un portrait de la rétention de main-d'œuvre dans l'industrie française: analyse à partir des enquêtes mensuelles de conjoncture", Documents de travail de l'INSEE n° 2022-15

Giupponi G., Landais C., 2023, "Subsidizing Labour Hoarding in Recessions: The Employment and Welfare Effects of Short-time Work", *Review of Economic Studies* (2023) 90, 1963–2005

Kuo Chiu-Wei, 2024, "Short-time work, labor hoarding, and curtailed hiring: establishment-level evidence from Japan", *Journal for Labour Market Research* (2024) 58:7

7.3

De nouvelles équations de prévision de l'inflation trimestrielle au Luxembourg

En 2023, l'inflation des produits alimentaires et des biens manufacturés avait atteint des niveaux historiques au Luxembourg, rendant les prévisions de l'inflation sous-jacente — qui intègre ces deux composantes — particulièrement complexes. Cette étude présente une refonte du modèle de prévision d'inflation du STATEC avec une approche désagrégée de l'inflation sous-jacente. Les nouvelles équations complètent le modèle actuel du STATEC et enrichissent l'analyse économique des mécanismes à l'origine de l'évolution des prix à la consommation.

Introduction

L'inflation constitue un indicateur économique central, reflétant notamment les tensions sur l'appareil de production ou la santé générale d'une économie¹. Ses déterminants suscitent l'attention de l'ensemble des agents économiques et peuvent ainsi influencer les politiques publiques, les négociations salariales, les stratégies des entreprises et les décisions d'achat des ménages.

Au Luxembourg, l'inflation revêt une importance encore plus élevée en raison du mécanisme d'indexation automatique des salaires². Ainsi, la date anticipée de la prochaine indexation est un sujet d'intérêt public majeur et un paramètre déterminant des négociations entre les partenaires sociaux³.

Au cours des dernières années, l'environnement économique mondial a été marqué par des chocs exogènes majeurs compliquant l'exercice de prévision. Les restrictions sanitaires liées à la pandémie ont d'abord provoqué un choc désinflationniste; l'inflation en 2020 a ainsi été de 0.8% (contre 1.7% en 2019). Par la suite, le rebond post-Covid et la guerre en Ukraine ont généré une flambée des prix des matières premières, notamment énergétiques et alimentaires. Ces événements ont conduit à une sous-estimation temporaire des prévisions de l'inflation, en particulier pour l'alimentation, où les hausses de prix ont atteint des niveaux sans précédent au Luxembourg⁴. Plus récemment, les tensions croissantes sur le commerce international laissent entrevoir un risque accru d'inflation importée, affectant potentiellement les prix de certains biens en Europe.

Dans ce contexte, une question s'impose: un modèle de prévision désagrégé, ciblant les principaux sous-agrégats de l'indice des prix à la consommation, aurait-il permis d'anticiper plus fidèlement l'inflation? Cette étude tente de répondre à cette interrogation en restructurant le modèle actuel autour de trois composantes clés: les prix de l'alimentation, des services et des biens industriels non énergétiques.

1 L'inflation annuelle des prix à la consommation constitue la métrique la plus utilisée. Elle représente le taux de variation des prix à un an d'écart: l'inflation de septembre 2024, par exemple, exprime la hausse (ou baisse) en % des prix par rapport à septembre 2023.

2 Ce mécanisme est destiné à préserver le pouvoir d'achat des salariés. Une tranche indiciaire de l'échelle mobile des salaires est déclenchée lorsque la moyenne semestrielle de l'indice des prix à la consommation (base 100 au 1.1.1948) enregistre une augmentation de 2.5% par rapport à la dernière cote d'échéance.

3 Depuis 2022, si les prévisions du STATEC indiquent un intervalle inférieur à 12 mois entre deux indexations, le gouvernement est tenu de convoquer une réunion tripartite avec les partenaires sociaux. Ces réunions ont pour objectif de discuter de mesures économiques visant à contenir l'inflation ou à compenser ses effets, notamment pour les ménages à faibles revenus ou les employeurs. Entre 2022 et 2023, trois tripartites ont ainsi été organisées, débouchant sur des accords impliquant des mesures budgétaires représentant entre 1 et 2 points de PIB.

4 Les prévisions d'inflation pour les années 2020 et 2021 respectivement établies dans les NDC 2020-1 et NDC 2021-1 ont ainsi été de 0.5 point de % inférieures aux données effectivement observées.

Comment sont établies actuellement les prévisions d'inflation au STATEC?

Les prévisions d'inflation du STATEC reposent sur deux modules principaux:

- i) L'inflation sous-jacente; et
- ii) Les prix des biens énergétiques (carburants, gaz et électricité).

Ce second module a récemment été renforcé par l'intégration d'un modèle spécifique dédié à l'évolution des prix du gaz et de l'électricité⁵.

La présente étude se concentre sur le premier module, celui de l'inflation sous-jacente, et s'inscrit dans la continuité des travaux engagés par le STATEC au cours des dernières années sur la modélisation de l'inflation⁶.

L'inflation sous-jacente est actuellement projetée à l'aide d'une approche multimodèle: quatre variantes (ou "spécifications") sont estimées en différence première, chacune inspirée de la courbe de Phillips⁷ et enrichie par des variables de prix issues de la zone euro. La prévision finale correspond à la moyenne des résultats obtenus à partir de ces quatre équations. Le [tableau A](#) présente la liste des variables incluses dans chaque spécification. Les différentes variantes présentent un pouvoir explicatif similaire, généralement inférieur à 50%.

Cette étude explore dans quelle mesure le modèle actuel pourrait être amélioré en adoptant une approche désagrégée de l'inflation sous-jacente, fondée sur trois composantes distinctes:

- i) Les prix des produits alimentaires;
- ii) Les prix des services; et
- iii) Les prix des biens industriels non énergétiques.

Faits stylisés

Le Luxembourg est une petite économie ouverte, fortement dépendante des échanges commerciaux avec ses voisins européens. En 2023, environ deux tiers des biens et services importés provenaient de pays de l'Union européenne. Par ailleurs, près de 20% de la consommation finale au Luxembourg repose sur des importations, une dépendance encore plus marquée pour les produits alimentaires, dont plus de 60% de l'approvisionnement est assuré par l'étranger. À l'inverse, les autres biens et services présentent un contenu en importation plus limité, autour d'un quart⁸.

Dans ce contexte, il est intuitif de penser que les prix observés en zone euro influencent fortement les prix au Luxembourg, en particulier ceux des produits alimentaires et, dans une moindre mesure, des biens industriels non énergétiques. Les [graphiques A et B](#) montrent en effet une forte corrélation entre l'inflation au Luxembourg et celle de la zone euro pour ces deux catégories de produits.

Tableau A

Les quatre variantes actuelles du STATEC pour expliquer l'inflation sous-jacente

Variante 1	Variante 2	Variante 3	Variante 4
Prix importés (LU)	Prix importés (LU)	Prix importés (LU)	Prix importés (LU)
Écart de production (LU)	IPCH Énergie (ZE)	Écart de production (LU)	IPCH Énergie (ZE)
IPCH Ensemble (ZE)	IPCH Alimentation (ZE)	IPCH Ensemble (ZE)	IPCH Alimentation (ZE)
IPCH Énergie (ZE)	Écart de chômage (ZE)	IPCH Énergie (ZE)	Taux de chômage (LU)
IPCH Alimentation (ZE)		IPCH Alimentation (ZE)	
		Écart d'emploi (ZE)	

Source: STATEC

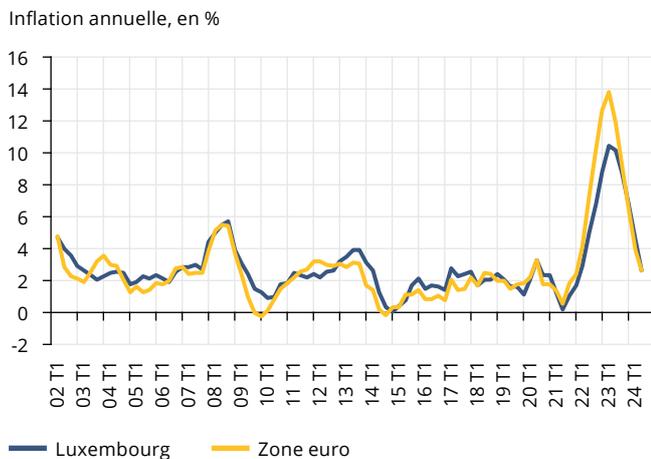
⁵ Voir étude 7.2 de la Note de conjoncture 2023-1.

⁶ Cette étude propose également d'exclure l'électricité de l'inflation sous-jacente. Le STATEC utilise depuis 2023 un modèle spécifique pour les prix de l'électricité. Cela entraînerait un double comptage de l'électricité si elle continuait à être incluse dans l'inflation sous-jacente, notamment à partir de 2025, où le prix de l'électricité a connu son premier ajustement depuis 2022.

⁷ Celle-ci met en évidence une relation inverse entre inflation et chômage.

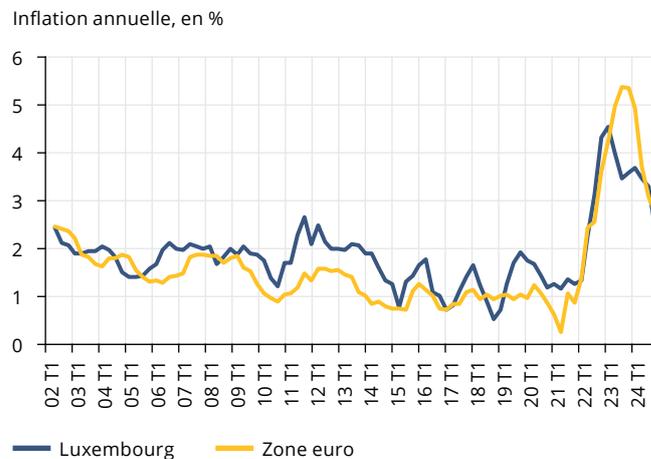
⁸ Ces chiffres sont calculés à partir des tableaux entrée-sortie compilés par le STATEC.

Graphique A
Inflation des produits alimentaires



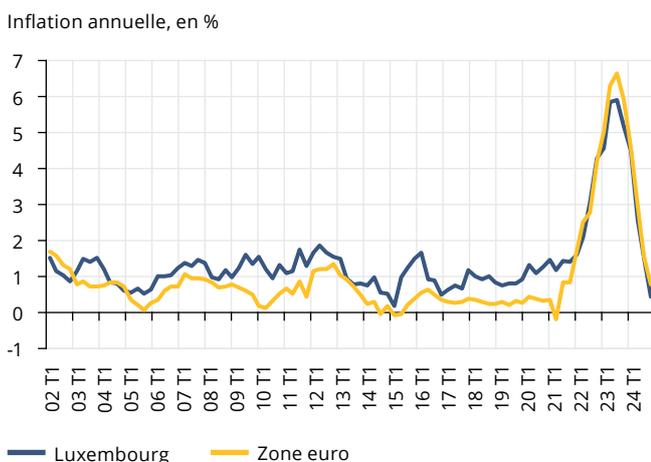
Sources: STATEC, Eurostat

Graphique B
Inflation des biens industriels non énergétiques



Sources: STATEC, Eurostat

Graphique C
Inflation des services



Sources: STATEC, Eurostat

En revanche, l'évolution des prix des services au Luxembourg présente une corrélation nettement plus faible avec celle observée dans la zone euro (cf. graphique C). Ce constat n'est pas surprenant, dans la mesure où les prix des services dépendent davantage de facteurs domestiques, tels que l'évolution des salaires ou les tensions sur l'appareil de production (écarts de production et/ou de chômage).

Analyse empirique

L'analyse se concentre sur la période allant de la mise en circulation de l'euro, le 1^{er} trimestre 2002, jusqu'au dernier trimestre disponible au moment de la rédaction de cette étude, le 1^{er} trimestre 2025. Les données concernant la zone euro proviennent d'Eurostat. Les prix des matières premières proviennent de l'indice S&P GSCI, reconnu comme l'un des principaux indicateurs mondiaux des prix des matières premières. Les variables luxembourgeoises sont issues du STATEC. Afin de prolonger les séries explicatives au-delà des données observées, dans une perspective d'établissement de prévisions, différentes sources sont utilisées. Les prix de l'alimentation et de l'énergie en zone euro correspondent à la prévision d'Oxford Economics d'avril 2025. Le taux de chômage, la croissance du PIB et le coût salarial moyen au Luxembourg sont prolongés à partir des prévisions annuelles du STATEC d'avril 2025⁹. Le prix des services et des biens industriels non énergétiques en zone euro ainsi que les prix des matières premières ont été extrapolés à l'aide d'un modèle ARMA (AutoRegressive Moving Average), permettant de capturer leur dynamique temporelle tout en assurant une continuité statistique.

⁹ La conversion des données annuelles en données trimestrielles a été effectuée à l'aide de la méthode de conversion de Litterman (1983) dans EViews.

Tableau B

Liste de variables explicatives présélectionnées

Prix des services		Prix de l'alimentation		Prix des biens industriels non énergétiques	
Prix des services en zone euro	<i>IPS^{ZE}</i>	Prix de l'alimentation en zone euro	<i>IPA^{ZE}</i>	Prix des biens ind. non énerg.	<i>IPBIXE^{ZE}</i>
Salaire moyen au Luxembourg	<i>SALM^{LU}</i>	Salaire moyen au Luxembourg	<i>SALM^{LU}</i>	Salaire moyen au Luxembourg	<i>SALM^{LU}</i>
Prix des services importés au Luxembourg	<i>PMS^{LU}</i>	Prix de l'énergie en zone euro	<i>IFE^{ZE}</i>	Prix des biens importés au Lux.	<i>IPB^{LU}</i>
Écart de chômage au Luxembourg	<i>URG^{LU}</i>	Prix du bétail (S&P GSCI index)	<i>IPBET^W</i>	Écart de chô. au Luxembourg	<i>URG^{LU}</i>
Écart de production au Luxembourg	<i>OG^{LU}</i>	Prix de l'agriculture (S&P GSCI index)	<i>IPAGR^W</i>	Écart de prod. au Luxembourg	<i>OG^{LU}</i>

Source: STATEC

Le tableau B énumère les variables explicatives candidates pour chaque modèle. Elles ont été sélectionnées sur base de la théorie économique et des faits stylisés, dans le but de fournir un narratif économique plus robuste de l'évolution des prix luxembourgeois. L'indice des prix à la consommation harmonisé (IPCH) est la mesure de référence pour l'inflation en zone euro¹⁰. Le STATEC élabore l'IPCH pour le Luxembourg, mais aussi une métrique nationale dérivée, appelée "IPCN", qui est utilisée pour déterminer les seuils d'indexation des salaires¹¹. Les prix importés correspondent au déflateur des importations. L'écart de production (ou de chômage) correspond au ratio entre le PIB en volume (ou le chômage observé) et sa valeur potentielle (ou son taux d'équilibre¹²). Le coût salarial moyen correspond à la masse salariale hors indexation par employé¹³. À l'exception des écarts de production et de chômage, toutes les variables sont désaisonnalisées.

Toutes les variables ont d'abord été soumises à un traitement préliminaire visant à identifier et corriger d'éventuelles valeurs aberrantes¹⁴.

Des tests de racine unitaire, notamment le test Augmented Dickey-Fuller (ADF), ont ensuite été appliqués afin d'évaluer la stationnarité des séries temporelles. Les résultats ont mis en évidence une non-stationnarité généralisée, à l'exception des séries relatives aux écarts de production et au taux de chômage.

Dans un second temps, des tests de cointégration selon la méthode d'Engle-Granger ont été menés pour examiner l'existence de relations de long terme entre les prix au Luxembourg et ceux de la zone euro. Ces tests ont révélé une cointégration significative pour les prix de l'alimentation et des biens industriels non énergétiques, suggérant une dynamique de long terme entre ces variables.

Cependant, les modèles à correction d'erreurs (ECM) estimés sur base de ces relations de long terme se sont révélés instables, avec des coefficients de rappel faibles, indiquant une lenteur excessive dans le retour à l'équilibre. Ces résultats limitent la robustesse des conclusions pouvant être tirées à partir de ces modèles et soulignent la nécessité d'approfondir l'analyse structurelle.

10 L'IPCH est établi conformément aux dispositions du Règlement (UE) n° 2016/792 et du Règlement (UE) n° 2020/1148 spécifiant la méthodologie à utiliser afin d'assurer la comparabilité de l'indice d'un pays membre à un autre.

11 L'IPCN se distingue de l'IPCH par la pondération des produits. En effet, la pondération de l'IPCN se base sur les dépenses de consommation finale des résidents sur le territoire national, alors que l'IPCH se base sur toutes les dépenses de consommation finale sur le territoire national, incluant également celles des non-résidents.

12 L'écart de chômage mesure ainsi la position de l'économie par rapport à son niveau de plein emploi. Le taux de chômage d'équilibre correspond à la composante tendancielle du taux de chômage établie par un filtre Hodrick-Prescott.

13 L'effet de l'indexation est enlevé par une régression du coût salarial moyen sur des variables indicatrices représentant les dates d'échéance des indexations.

14 L'identification de valeurs aberrantes se fait sur les variations trimestrielles de séries à partir de la procédure "outliers" dans EViews avec un niveau de sensibilité moyen. Cette procédure identifie des "outliers" selon quatre méthodes: (i) Tukey (boxplot), (ii) Moyenne/Écart type, (iii) ARMA, et (iv) Wavelet. Pour plus d'informations: https://www.eviews.com/help/helpintro.html#page/content%2Fseries-Outlier_Detection.html. Le traitement consiste à récupérer les résidus issus de la régression des variations trimestrielles sur des variables indicatrices des dates d'"outliers" et ensuite à utiliser ces résidus pour construire une nouvelle série, dite corrigée, en niveau. Cette construction est faite "backwards" pour assurer que la série corrigée et celle non corrigée aient la même valeur à la dernière date observée.

Tableau C
Estimations de la meilleure spécification de chaque composante

Prix de l'alimentation ΔIPA_t^{LU}		Prix des services ΔIPS_t^{LU}		Prix des biens industriels non énergétiques $\Delta IBIXE_t^{LU}$	
AR	0.4780***	AR	0.4911**	AR	-0.3292**
ΔIPA_t^{ZE}	0.3899***	$\Delta SALM_{t-1}^{LU}$	0.0905**	$\Delta IPBIXE_t^{ZE}$	0.6756***
ΔIPE_{t-2}^{ZE}	0.0266**	ΔIPS_t^{ZE}	0.2864**	$\Delta SALM_{t-1}^{LU}$	0.0264
α	0.0007	OG_{t-4}^{LU}	0.0128	URG_{t-1}^{LU}	-0.0125***
Nombre d'obs.	100	α	0.0021*	α	0.0024***
R^2	0.51	Trend	-0.00001**	Trend	0.000001
		Nombre d'obs.	98	Nombre d'obs.	98
		R^2	0.29	R^2	0.34

Note: Les astérisques *, **, *** indiquent une significativité statistique aux seuils de respectivement 10%, 5% et 1%. Toutes les variables de prix sont en logarithme et Δ représente la différence première. Estimations effectuées par maximum de vraisemblance avec la méthode d'optimisation de Broyden-Fletcher-Goldfarb-Shanno (BFGS). Des tests de non-autocorrélation et de normalité ont été appliqués aux résidus, confirmant leurs bonnes propriétés statistiques (normalité, homoscedasticité, non-autocorrélation).
Source: Calculs STATEC

En l'absence de cointégration stable, des modèles ARIMAX (AutoRegressive Integrated Moving Average with Exogenous variables) ont été privilégiés. Ces modèles permettent de capturer les dynamiques de court terme tout en intégrant des variables explicatives exogènes, conformément à l'approche développée par Box et Jenkins (1976).

Résultats des estimations

Le tableau C présente les résultats des estimations de la spécification avec le meilleur pouvoir explicatif pour chaque composante¹⁵.

Prix de l'alimentation

La dynamique récursive de l'équation est capturée par une composante autorégressive (AR) a priori élevée, estimée à 0.47, statistiquement très significative. Cela indique une certaine inertie des prix, c'est-à-dire que les hausses passées tendent à se prolonger dans le temps, tout en perdant progressivement en vigueur.

Les prix de l'alimentation en zone euro exercent une influence significative sur ceux observés au Luxembourg. Une accélération de 1 point de % des prix alimentaires en zone euro se transmet sur la hausse des prix de l'alimentation au Luxembourg à hauteur d'environ 0.39 point de %, soulignant la forte dépendance du pays aux importations alimentaires.

Par ailleurs, les fluctuations des prix de l'énergie en Europe ont également un effet, bien que modéré, sur l'inflation alimentaire au Luxembourg, avec un décalage de deux trimestres. Cela reflète l'impact indirect des coûts énergétiques sur la chaîne de production et de distribution des produits alimentaires.

Prix des services

Les prix des services au Luxembourg sont principalement influencés par des facteurs internes, notamment l'évolution passée des prix domestiques, les salaires et les tensions sur le marché du travail. Le modèle met en évidence une inertie des prix à travers une composante autorégressive (AR) positive et significative (0.49), légèrement plus accentuée que pour les prix de l'alimentation, indiquant qu'une accélération des prix dans le passé tend à persister pendant un certain temps.

Les prix des services en zone euro ont également un effet positif et significatif sur les prix des services au Luxembourg: des hausses (baisse) de prix en zone euro tendent à accentuer (ou modérer) la dynamique des prix au Luxembourg.

Le salaire moyen purgé des effets de l'indexation exerce un effet positif et significatif sur l'inflation des services, avec un décalage d'un trimestre, traduisant une transmission des coûts salariaux vers les prix à la consommation. L'écart de production influence, avec une moindre ampleur et avec quatre trimestres de retard, les prix au Luxembourg. Enfin, une tendance temporelle faible mais significative indique une légère baisse structurelle de l'inflation dans ce secteur.

¹⁵ Pour chaque composante, plusieurs spécifications ont été estimées. L'ensemble des résultats sont disponibles en annexe (tableau A1).

Prix des biens industriels non énergétiques

L'évolution des prix des biens industriels non énergétiques au Luxembourg est fortement influencée par celle observée en zone euro: une accélération de 1 point de % dans la zone euro se transmet à hauteur d'environ deux tiers sur la dynamique des prix au niveau national. Cette forte sensibilité reflète la dépendance structurelle de la consommation finale luxembourgeoise vis-à-vis des importations, surtout en provenance de la zone euro.

En revanche, les facteurs strictement nationaux ont un impact plus limité. L'écart de chômage exerce un effet négatif et significatif, bien que modeste, tandis que le salaire moyen n'a pas d'effet statistiquement significatif sur cette composante des prix. La tendance temporelle est légèrement positive, mais négligeable sur le plan statistique car pas significative.

La composante autorégressive a un effet négatif, suggérant des mouvements oscillatoires: les hausses de prix observées dans le passé tendent à modérer l'inflation contemporaine, avec un effet qui s'estompe progressivement (1 point de hausse des prix se traduit au trimestre suivant par un impact négatif de 0.32 point de %).

Les déterminants de l'inflation avec les nouvelles équations

La variation trimestrielle de l'IPCN est obtenue en combinant les prévisions des prix des biens énergétiques avec celles des trois composantes de l'inflation sous-jacente. En effet, à partir des coefficients estimés et des pondérations des différents agrégats, il est possible de calculer la contribution de chaque variable à l'évolution trimestrielle de l'IPCN¹⁶. Pour faciliter l'analyse et enrichir le narratif économique, certaines variables ont été regroupées et renommées:

- Les constantes issues des trois modèles de cette étude, ainsi que celle du modèle STATEC sur les prix pétroliers, sont regroupées sous l'intitulé "évolution naturelle";
- L'influence des valeurs passées¹⁷ de l'inflation au Luxembourg sont rassemblées sous "inertie des prix domestiques";
- Les facteurs macroéconomiques internes (écart de production, écart de taux de chômage, salaires) sont regroupés sous "facteurs internes au Luxembourg";

¹⁶ Les contributions par modèle sont présentées en Annexe A.

¹⁷ Elles correspondent aux composantes autorégressives des différents modèles.

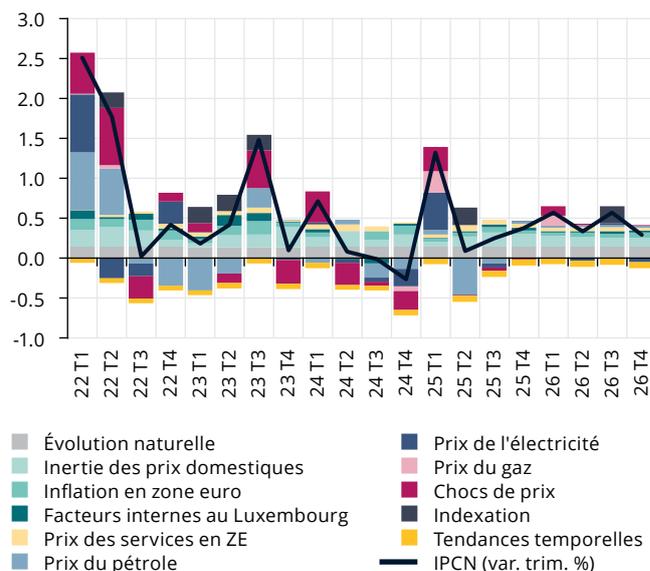
- Les résidus des modèles, ainsi que l'impact des variations de taxes sur les produits pétroliers, sont intégrés dans la catégorie "chocs de prix";
- L'effet des indexations salariales¹⁸ est ajouté séparément aux contributions trimestrielles¹⁹ à l'inflation totale.

Le graphique D présente les résultats de cette décomposition particulièrement utile pour établir le narratif économique. L'accélération de l'inflation observée en 2022 et 2023 s'explique principalement par des chocs de prix: la hausse des prix importés, la dynamique inflationniste en zone euro, ainsi que les indexations salariales. À partir de 2025, la stabilisation de l'inflation sous-jacente résulterait essentiellement d'une plus grande régularité dans l'évolution des prix au sein de la zone euro, notamment liée au repli des prix de l'énergie et à l'atténuation des tensions sur les chaînes d'approvisionnement.

Graphique D

Contributions à l'inflation trimestrielle de l'IPCN

Contributions à l'inflation trimestrielle totale, en points de %



Source: STATEC (prévisions du 07/05/2025)

¹⁸ L'impact des indexations est estimé économétriquement en dehors des modèles pour chaque composante de l'inflation. Les impacts significatifs retenus sont ceux sur l'inflation des services et sur l'inflation alimentaire. Ainsi, l'indexation ajouterait environ 0.23 point de % à la variation mensuelle des prix des services au mois où elle est appliquée et encore 0.16 point de % au mois suivant. Les prix des produits alimentaires seraient seulement impactés le mois suivant celui où l'indexation est appliquée, et ce pour 0.15 point de %. Cela représente une contribution à l'inflation totale de 0.2 point de % en moyenne par indexation. Ce résultat est en ligne avec celui estimé par le STATEC dans la NDC 2017-1 qui indiquait un impact de 0.22 point de % sur l'inflation sous-jacente au cours des 6 premiers mois suivant l'indexation.

¹⁹ Pour rappel, le salaire moyen a été corrigé en neutralisant l'effet des indexations.

Comment les nouveaux modèles se comparent au modèle actuel du STATEC?

L'objectif principal des nouveaux modèles n'est pas seulement de produire des prévisions plus précises, mais aussi d'améliorer la compréhension des composantes de l'inflation en évaluant leur performance prédictive. Pour ce faire, l'analyse s'appuie sur deux indicateurs: la racine de l'erreur quadratique moyenne (RMSE), qui mesure la précision des prévisions, et la moyenne des erreurs (ME), qui renseigne sur leur biais.

Ces indicateurs sont calculés à partir de prévisions récurrentes in-sample, réalisées sur trois horizons temporels:

- +1 trimestre;
- +4 trimestres;
- +8 trimestres.

La comparaison des modèles se fait par la moyenne des deux mesures sur une période de 2 années. Les prévisions à +1 trimestre sont effectuées entre 23T1 et 24T4, celles à +4 trimestres entre 22T2 et 24T1, et enfin, entre 21T2 et 23T1 pour l'horizon +8 trimestres. Toutes les spécifications testées (cf. [Annexe A](#)) sont prises en compte afin d'identifier celles qui offrent les meilleures performances prédictives²⁰.

Les pondérations des différents indices de prix (alimentation, services, biens industriels non énergétiques) sont utilisées pour construire des indicateurs agrégés de ME et de RMSE et les comparer à la moyenne des quatre variantes actuelles du STATEC.

Tableau D

Comparaison de la RMSE et de la ME des nouvelles équations par rapport au modèle actuel du STATEC

Période	Horizon	RMSE (en %)		ME (en %)	
		Modèle actuel	Nouvelles équations	Modèle actuel	Nouvelles équations
2023T1-2024T4	+1T	0.17	0.20	-0.01	-0.01
2022T2-2024T1	+4T	0.19	0.27	-0.01	-0.01
2021T2-2023T1	+8T	0.25	0.30	0.06	0.06
	Moyenne	0.20	0.26	0.01	0.02

Source: STATEC

Le [tableau D](#) présente une comparaison entre la moyenne des performances des modèles actuels («Modèle actuel») et celles obtenues par la combinaison des deux meilleures spécifications pour chaque agrégat («Nouvelles équations»)²¹.

Les résultats indiquent que les nouvelles équations ne surpassent pas le modèle actuel du STATEC en termes de précision prédictive. En effet, la moyenne du RMSE des nouvelles spécifications est supérieure de 0.06 point de %, ce qui suggère une performance légèrement inférieure au sens strict. Toutefois, compte tenu de l'ampleur relativement faible de cet écart, on peut considérer que les deux approches offrent une précision globalement comparable. Par ailleurs, les biais de prévision (mesurés par la moyenne des erreurs) sont similaires entre les deux modèles.

Ainsi, la principale valeur ajoutée des nouvelles équations réside moins dans une amélioration de la performance prédictive que dans leur capacité à enrichir l'analyse économique. Elles permettent notamment une décomposition plus détaillée des contributions sectorielles à l'inflation, en particulier à un horizon annuel. Cette capacité analytique est illustrée au [graphique E](#), qui présente les contributions respectives de l'alimentation, des services, des biens industriels non énergétiques et de l'énergie à l'inflation annuelle.

Selon les projections, l'inflation devrait poursuivre sa progression dans les mois à venir. Cette accélération s'expliquerait principalement par deux facteurs:

- L'effet de l'indexation des salaires appliquée au deuxième trimestre 2025;
- Le renforcement des effets de base liés aux prix de l'énergie, notamment en fin d'année²².

À partir de 2026, ces effets de base devraient progressivement s'atténuer, conduisant l'inflation à converger vers une trajectoire plus stable, autour de 2%. En ce qui concerne les prochaines indexations, les prévisions anticipent le déclenchement d'une nouvelle tranche indiciaire au troisième trimestre 2026.

²⁰ Il convient de rappeler que les spécifications avec le meilleur pouvoir explicatif sur le passé, présentées dans la section précédente, ne sont pas forcément celles avec le meilleur pouvoir prédictif.

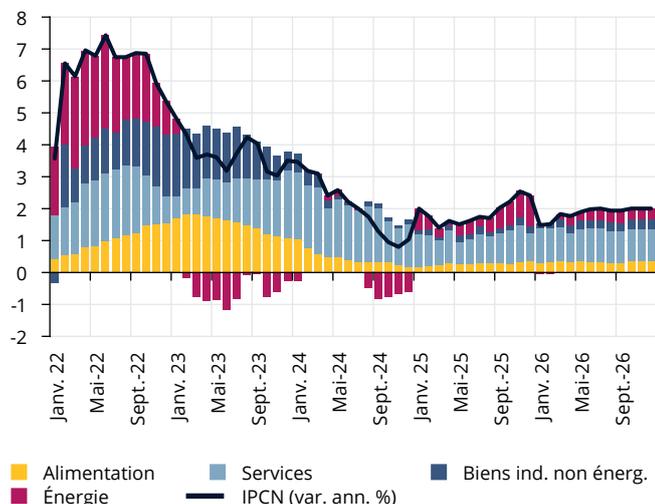
²¹ Les résultats pour tous les modèles sont disponibles dans l'[annexe C](#).

²² Les prix de l'énergie étaient particulièrement bas à la fin de l'année 2024, en raison des mesures gouvernementales sur l'énergie encore en vigueur et de la faiblesse persistante des cours du pétrole brut.

Graphique E

Contributions à l'inflation annuelle

Contribution à l'inflation annuelle, en points de %



Source: STATEC (prévisions du 07/05/2025)

Conclusion

Cette étude propose une refonte du modèle de prévision de l'inflation sous-jacente au Luxembourg, en réponse aux limites identifiées dans le modèle actuellement utilisé par le STATEC, notamment l'impossibilité de ventiler les prévisions par sous-agrégat.

L'approche nouvellement développée repose sur une modélisation désagrégée de l'inflation sous-jacente, structurée autour de trois composantes principales: les prix de l'alimentation, des services et des biens industriels non énergétiques. L'analyse empirique, fondée sur des modèles ARIMAX, met en évidence des dynamiques spécifiques à chaque composante: une forte sensibilité aux prix européens pour les biens importés, et une influence prédominante des facteurs domestiques pour les services.

La décomposition des contributions à l'inflation permet d'éclairer les mécanismes sous-jacents, en particulier le rôle des indexations salariales, des chocs exogènes sur les prix et de l'inertie des prix internes. Ce niveau de granularité analytique constitue l'un des principaux apports du nouveau modèle.

Au-delà de la performance prédictive, comparable à celle du modèle actuel, le principal avantage de cette nouvelle approche réside dans sa capacité à fournir une analyse économique plus riche et plus nuancée de l'évolution des prix. Elle constitue ainsi un outil complémentaire aux dispositifs existants et ouvre la voie à une modélisation plus fine des sous-agrégats de l'indice des prix à la consommation au Luxembourg.

Annexes

A Estimations de l'ensemble des spécifications pour chaque composante de prix

A.1 Prix de l'alimentation

Tableau A1

Prix de l'alimentation (ΔIPA_t^{LU})

	M_0	M_1	M_2	M_3	M_4	M_5	M_6	M_7
AR	0.6414***	0.4433***	0.4523***	0.4780***	0.6523***	0.6402***	0.6520***	0.6537***
ΔIPA_t^{ZE}		0.4165***	0.4022***	0.3899***				
$\Delta SALM_t^{LU}$			0.0647*		0.0931*	0.0932*	0.0888*	0.0937*
ΔIPE_t^{ZE}				0.0266**	0.0325*	0.0362**	0.0369**	0.0378**
$\Delta IPBET_{t-3}^W$						0.0071	0.0067	
$\Delta IPAGR_t^W$					0.0046		0.0036	
α	0.0021**	0.0010*	0.0008	0.0007	0.0013*	0.0013	0.0012	0.0012
MA	-0.1621	-0.1064	-0.1198	-0.2012	-0.2852	-0.2593	-0.2696	-0.287
R^2	0.29	0.46	0.47	0.51	0.38	0.38	0.38	0.36

Note: Les astérisques *, **, *** indiquent une significativité statistique aux seuils de 10%, 5% et 1%, respectivement.

A.2 Prix des services

Tableau A2

Prix des services (ΔIPS_t^{LU})

	M_0	M_1	M_2	M_3	M_4	M_5	
AR		0.4783**	0.6767***	0.544***	0.5678***	0.6044***	0.4911**
$\Delta SALM_t^{LU}$			0.0665***	0.0922***	0.0826***	0.0828*	0.0905**
ΔIPS_t^{ZE}				0.2666**	0.2998**	0.2540*	0.2864**
URG_{t-1}^{LU}						-0.0024	
OG_{t-4}^{LU}					0.0078		0.0128
α		0.0028**	0.0015*	0.0018	0.0007	0.0007	0.0021*
Trend		-0.000004	-0.000004	-0.00001**			-0.00001**
MA		-0.2149	-0.4486**	-0.3907	-0.3084	-0.3508	-0.316
R^2		0.1	0.16	0.29	0.19	0.23	0.29

Note: Les astérisques *, **, *** indiquent une significativité statistique aux seuils de 10%, 5% et 1%, respectivement.

A.3 Prix des biens industriels non énergétiques

Tableau A3

Prix des biens industriels non énergétiques ($\Delta IBIXE_t^{LU}$)

	M_0	M_1	M_2	M_3	M_4	M_5
AR	-0.0597	0.7358***	-0.3438**	-0.2941*	-0.3292**	-0.2774*
$\Delta IPBIXE_t^{ZE}$			0.8099***	0.7829***	0.6756***	0.7978***
$\Delta SALM_{t-1}^{LU}$				0.0239	0.0264	0.0224
ΔPMB_{t-1}^{LU}		0.0132				
URG_{t-1}^{LU}					-0.0125***	
OG_{t-1}^{LU}						0.0194
α	0.0027	0.0002	0.0018*	0.0016*	0.0024***	0.0016*
Trend	-0.0000007	0.000004**	0.000006	0.000005	0.000001	0.000005
MA	0.1567	-0.99	0.4322**	0.4049**	0.4159***	0.3958**
R^2	0.01	0.19	0.24	0.25	0.34	0.26

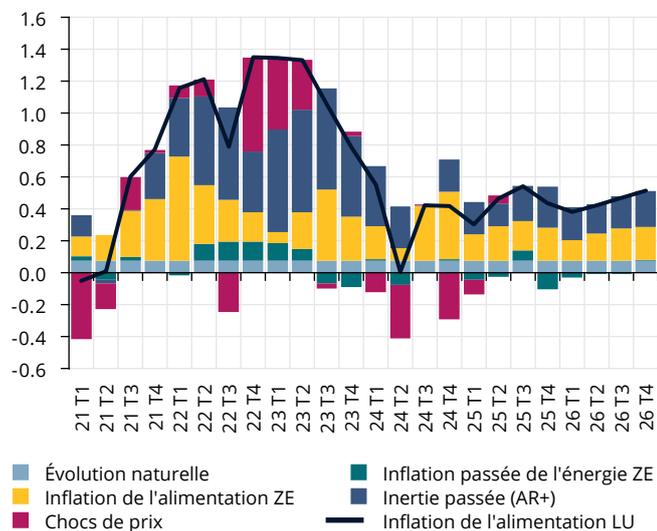
Note: Les astérisques *, **, *** indiquent une significativité statistique aux seuils de 10%, 5% et 1%, respectivement.

B Contributions à l'inflation trimestrielle

Graphique B1

Prix de l'alimentation

Contributions à l'inflation trimestrielle des prix de l'alimentation, en points de %

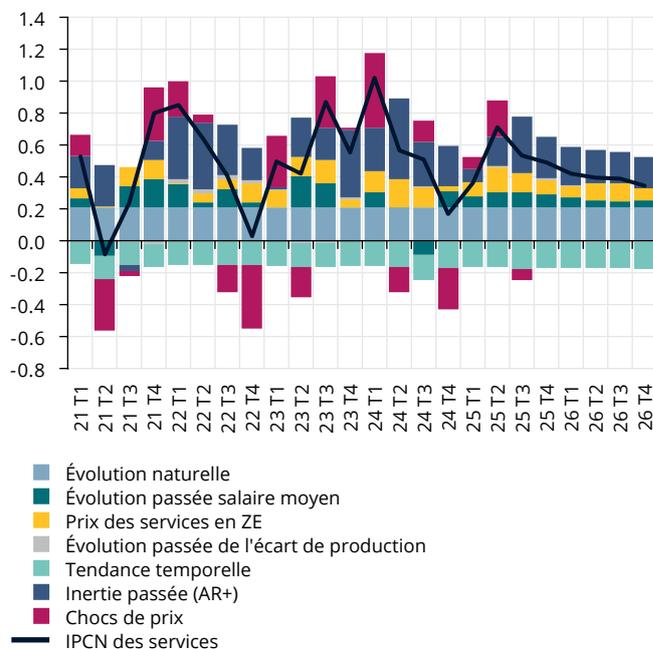


Source: Calculs STATEC (prévisions du 07/05/2025)

Graphique B2

Prix des services

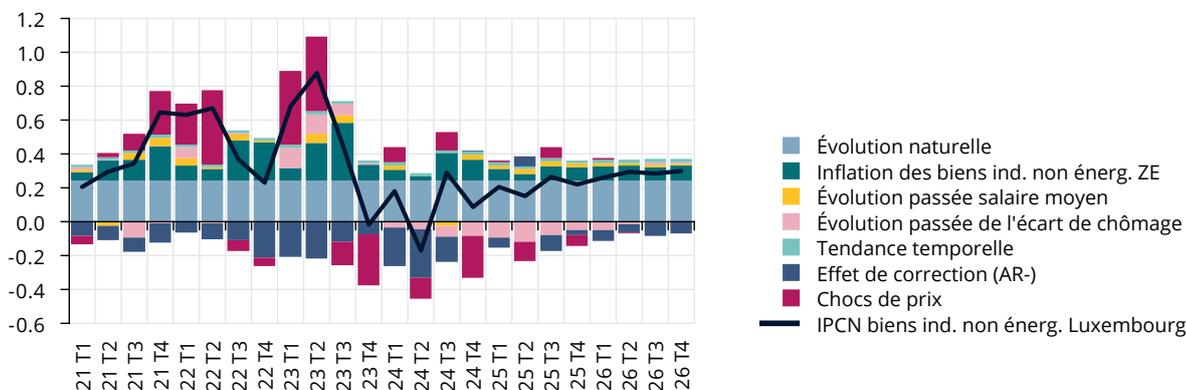
Contributions à l'inflation trimestrielle des prix des services, en points de %



Source: Calculs STATEC (prévisions du 07/05/2025)

Graphique B3 Prix des biens industriels non énergétiques

Contributions à l'inflation trimestrielle des prix des biens industriels non énergétiques, en points de %



Source: Calculs STATEC (prévisions du 07/05/2025)

C Comparaison de la RMSE et de la ME

Tableau C1
RMSE en %

Biens industriels non énergétiques										
Pondération	Période	Horizon	m0	m1	m2	m3	m4	m5	Moyenne	
							(meilleur)	(2 ^e meilleur)	(2 meilleurs)	(2 meilleurs)
224	2023T1-2024T4	+1T	0.30	0.31	0.26	0.27	0.24	0.27	0.25	
225	2022T2-2024T1	+4T	0.35	0.35	0.31	0.30	0.28	0.30	0.29	
223	2021T2-2023T1	+8T	0.35	0.35	0.32	0.31	0.30	0.31	0.30	
Moyenne			0.33	0.33	0.30	0.30	0.27	0.29	0.28	

Services										
Pondération	Période	Horizon	m0	m1	m2	m3	m4	m5	Moyenne	
							(meilleur)	(meilleur)	(2 meilleurs)	(2 meilleurs)
325	2023T1-2024T4	+1T	0.22	0.19	0.21	0.19	0.19	0.21	0.19	
321	2022T2-2024T1	+4T	0.30	0.28	0.28	0.26	0.26	0.29	0.26	
328	2021T2-2023T1	+8T	0.31	0.27	0.30	0.27	0.27	0.30	0.27	
Moyenne			0.28	0.25	0.26	0.24	0.24	0.27	0.24	

Alimentation											
Pondération	Période	Horizon	m0	m1	m2	m3	m4	m5	m6	m7	Moyenne
							(meilleur)			(meilleur)	(2 meilleurs)
120	2023T1-2024T4	+1T	0.23	0.26	0.22	0.25	0.14	0.16	0.17	0.13	0.14
118	2022T2-2024T1	+4T	0.43	0.46	0.39	0.39	0.27	0.27	0.28	0.26	0.26
122	2021T2-2023T1	+8T	0.52	0.49	0.43	0.45	0.35	0.34	0.35	0.35	0.35
Moyenne			0.39	0.41	0.35	0.36	0.25	0.26	0.27	0.25	0.25

Modèle actuel							Nouvelles équations				
Pondération	Période	Horizon	eq1	eq2	eq3	eq4	Moyenne	B. ind. non énerg.	Services	Alim.	Total (somme)
							(meilleur)				
668	2023T1-2024T4	+1T	0.21	0.16	0.17	0.15	0.17	0.08	0.09	0.02	0.20
663	2022T2-2024T1	+4T	0.23	0.17	0.18	0.17	0.19	0.10	0.12	0.05	0.27
673	2021T2-2023T1	+8T	0.27	0.24	0.24	0.24	0.25	0.10	0.13	0.06	0.30
Moyenne			0.24	0.19	0.20	0.19	0.20	0.09	0.12	0.04	0.26

Tableau C2

ME en %

Biens industriels non énergétiques										
Pondération	Période	Horizon	m0	m1	m2	m3	m4	m5	Moyenne	
							(meilleur)	(2 ^e meilleur)		
224	2023T1-2024T4	+1T	-0.05	-0.07	-0.04	-0.05	0.00	-0.04	-0.02	
225	2022T2-2024T1	+4T	0.02	0.01	-0.02	-0.03	0.01	-0.02	-0.01	
223	2021T2-2023T1	+8T	0.18	0.18	0.09	0.09	0.10	0.10	0.10	
Moyenne			0.05	0.04	0.01	0.01	0.03	0.01	0.02	

Services										
Pondération	Période	Horizon	m0	m1	m2	m3	m4	m5	Moyenne	
						(meilleur)	(meilleur)			
325	2023T1-2024T4	+1T	0.09	0.07	0.12	0.00	-0.01	0.13	0.00	
321	2022T2-2024T1	+4T	0.11	0.06	0.13	-0.04	-0.05	0.14	-0.05	
328	2021T2-2023T1	+8T	0.13	0.05	0.15	-0.01	-0.07	0.15	-0.04	
Moyenne			0.11	0.06	0.13	-0.02	-0.04	0.14	-0.03	

Alimentation											
Pondération	Période	Horizon	m0	m1	m2	m3	m4	m5	m6	m7	Moyenne
							(meilleur)			(meilleur)	
120	2023T1-2024T4	+1T	-0.02	0.02	-0.01	0.02	0.02	0.00	0.02	0.01	0.01
118	2022T2-2024T1	+4T	0.11	0.14	0.11	0.18	0.12	0.09	0.11	0.10	0.11
122	2021T2-2023T1	+8T	0.37	0.31	0.26	0.22	0.25	0.23	0.26	0.26	0.25
Moyenne			0.15	0.16	0.12	0.14	0.13	0.11	0.13	0.12	0.13

Modèle STATEC							Nouveau modèle				
Pondération	Période	Horizon	eq1	eq2	eq3	eq4	Moyenne	B. ind. non énerg.	Services	Alim.	Total (somme)
							668				
663	2022T2-2024T1	+4T	-0.04	0.02	-0.03	0.01	-0.01	0.00	-0.02	0.02	-0.01
673	2021T2-2023T1	+8T	-0.01	0.10	0.05	0.08	0.06	0.03	-0.02	0.05	0.06
Moyenne			-0.02	0.04	0.00	0.02	0.01	0.01	-0.01	0.02	0.02

LISTE DES ÉTUDES PUBLIÉES DANS LES DERNIÈRES NOTES DE CONJONCTURE

NDC 02-2024	Décembre 2024
L'impact des mesures de politique économique dans les prévisions du STATEC	Page 64
Évolution du pouvoir d'achat et du taux d'épargne par niveau de vie	70
NDC 01-2024	Juin 2024
Prévisions macroéconomiques: entre risques domestiques et extérieurs	68
Impacts de la remontée des taux sur les coûts de financement et l'investissement des entreprises non financières	80
NDC 02-2023	Décembre 2023
Évolution récente du taux de marge au Luxembourg	
Le concept d'inflation instantanée, un outil supplémentaire pour déterminer les tendances récentes des prix à la consommation	76
NDC 01-2023	Juin 2023
Un retournement de tendance dans l'immobilier qui vient impacter l'activité de la construction	82
Prévisions du prix du gaz et de l'électricité au Luxembourg	95
Scénarios de décarbonation de l'économie luxembourgeoise	103
NDC 02-2022	Décembre 2022
Impact économique d'un arrêt des livraisons de gaz naturel russe pour le Luxembourg	72
Impacts de la remontée des taux d'intérêt sur les banques au Luxembourg	82
Gains et pertes de pouvoir d'achat des ménages dans le contexte de la crise énergétique	92
NDC 01-2022	Juin 2022
Qualité de prévision des prélèvements publics	68
Impact de la hausse des prix et des mesures de soutien sur le pouvoir d'achat des ménages	80
NDC 02-2021	Décembre 2021
Impact de la crise sanitaire sur la situation financière des entreprises au Luxembourg	64
L'accord mondial de réforme de la fiscalité et ses impacts potentiels pour le Luxembourg	75
Principaux éléments liés à la grande révision des comptes nationaux annuels	86
NDC 01-2021	Juin 2021
Bilan des aides accordées dans le cadre de la crise pandémique	70
Vers une progression moins forte des prix du logement?	81
Un recours accru aux indicateurs à haute fréquence pour suivre l'activité	94
NDC 02-2020	Décembre 2020
Un premier bilan croisé de la crise selon les branches d'activité	58
Après la chute, quel potentiel de rebond pour la consommation des ménages?	64
Risques limités pour le secteur financier luxembourgeois	73
Forecast revisions: what to expect for 2021?	85
Évaluation de l'impact de la taxe CO ₂	88
NDC 01-2020	Juin 2020
Impact de la crise Covid-19 sur l'activité économique au Luxembourg	52
Chômage partiel de masse et congé pour raisons familiales: une opération à coeur ouvert de l'économie	59
Risque de propagation de la crise Covid-19 du secteur réel au secteur financier	72
Émissions de gaz à effet de serre: une bouffée d'air frais qui ne perdurera pas	82

NDC 02-2019	Novembre 2019
Montée des tensions commerciales: quelles retombées au Luxembourg?	Page 44
Performance des banques selon leur type d'activité	49
Potential growth for Luxembourg: review of alternative methods	59
Forecast revisions: what to expect for 2020?	68
NDC 01-2019	Juin 2019
Indicateurs précurseurs pour l'emploi au Luxembourg	50
Évaluation macroéconomique des principales mesures de politique économique et budgétaire	58
À la recherche du consensus entre prévisions mensuelles, trimestrielles et annuelles	60
Analyse structurelle "shift-share" de la productivité horaire apparente du travail du Luxembourg en comparaison internationale	70
NDC 02-2018	Décembre 2018
Mieux prévoir la consommation intermédiaire et l'investissement publics grâce à une approche par fonction	46
Pertinence des enquêtes qualitatives pour anticiper les évolutions dans le secteur financier	53
Pourquoi le taux d'investissement du Luxembourg est-il si faible par rapport à ses pays voisins?	60
Improving year-ahead forecasts using panel regression	71
Les dessous de la baisse du taux d'emploi au Luxembourg	76
Risques macroéconomiques liés aux différends commerciaux	85
NDC 01-2018	Juin 2018
À la recherche de la productivité perdue	50
Pourquoi la valeur ajoutée du secteur financier ne repart-elle pas à la hausse?	55
Différents indicateurs pour passer au crible le ralentissement actuel de l'inflation sous-jacente	64
D'où provient le ralentissement de l'emploi public sur les dernières années?	69
NDC 02-2017	Décembre 2017
La crise a favorisé de l'augmentation du chômage, mais aussi du sous-emploi	54
La marge d'intérêts des banques au Luxembourg dans un contexte de taux faibles	60
Mieux capter les effets du cycle économique dans les prévisions d'inflation	67
Modélisation des recettes fiscales : la taxe d'abonnement	72
NDC 01-2017	Mai 2017
Une consommation des ménages encore timide	43
Des exportations de services non financiers en nette progression	49
Impact de l'indexation sur l'inflation sous-jacente	51
Projections à moyen terme 2017-2021	56
Impact de la réforme fiscale en faveur des entreprises	59
Uncertainty and forecast errors	66
NDC 02-2016	Novembre 2016
An evaluation of STATEC's forecasting performance	62
Le processus de Brexit et l'estimation de son impact	71
Prévisions d'inflation: vers une meilleure cohérence entre court et moyen termes	80
Qualité des prévisions mensuelles d'inflation	84
Un accélérateur financier pour Modux	87
NDC 01-2016	Mai 2016
Prévisions d'inflation: que révèlent les anticipations?	66
Transmission des prix des matières premières alimentaires aux prix à la consommation	69
Incidences directes et indirectes de la rechute du prix du pétrole sur l'inflation	72
Income gains for households, corporations and government through falling oil prices	74
Impact des flux de demandeurs de protection internationale sur les principaux agrégats macroéconomiques	82
Secteur financier luxembourgeois: la résilience dans la mutation	87
Fluctuations boursières et performance économique	93
Impact de la réforme fiscale en faveur des ménages	96
NDC 02-2015	Novembre 2015
Les économies émergentes dans une période de troubles: est-ce inquiétant pour le Luxembourg?	14
Relèvement de la TVA: un effet perturbateur sur la dynamique des indicateurs de court terme	28
Des investissements qui manquent encore de ressort	32
Prix des matières premières métalliques et énergétiques: pourquoi ont-ils encore plongé?	41
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation – mise à jour	47
Scénario alternatif: un ralentissement plus sévère qu'anticipé en Chine	89

NDC 01-2015		Juin 2015
Transmission du prix du pétrole aux prix à la consommation énergétique		Page 31
Impact de la hausse de la TVA sur l'inflation		33
Les effets potentiels de l'indexation et du salaire social minimum sur l'inflation au Luxembourg		35
Les soparfis – locomotive de l'emploi du secteur financier		50
Moins de créations d'emplois dans le secteur public		52
TIC et logistique: un impact mitigé en termes d'emploi		54
Une évaluation des mesures du "Zukunftspak" à l'aide des modèles du STATEC		86
Impact d'un choc de croissance favorable dans la zone euro		94
NDC 02-2014		Novembre 2014
Impact des révisions des comptes nationaux et de la balance des paiements		16
La Garantie pour la Jeunesse et son impact potentiel sur le chômage		68
On the relationship between unemployment and employment in Luxembourg		70
NDC 01-2014		Mai 2014
La perception de l'évolution de prix à la consommation par les ménages		53
Une tendance désinflationniste confirmée par différents indicateurs d'inflation sous-jacente		55
Réductions d'effectifs dans le secteur bancaire: un impact à la hausse sur le coût salarial		62
Une relation modifiée entre chômage et emploi?		92
Potential growth for Luxembourg : recent evolutions and projections until 2018 according to different sources		115
Impact de la disparition de la TVA issue du commerce électronique		136
Impact de la hausse de la TVA		138
NDC 02-2013		Octobre 2013
L'emploi intérimaire: un indicateur précurseur pour le marché du travail au Luxembourg?		71
Un indicateur de tensions sur le marché du travail pour le Luxembourg		83
Marché du travail: une précarisation accrue avec la crise?		84
Impact de l'introduction de l'échange automatique pour les paiements d'intérêts au sein de l'UE		118
NDC 03-2012		Novembre 2012
Évolution conjoncturelle des heures payées		56
Mesures budgétaires, activité économique et solde des finances publiques: petit précis de multiplicateurs keynésiens		95
NDC 02-2012		Juillet 2012
Modification des données sur le marché du travail luxembourgeois: définitions, explications, impacts		69
Analyse comparative de la productivité (Luxembourg, zone euro) depuis le début de la crise		91
NDC 01-2012		Avril 2012
Nouvelle gouvernance économique pour l'Union européenne		10
Analyse des différentes versions successives des prévisions élaborées dans le cadre du semestre européen		37
NDC 03-2011		Décembre 2011
Les révisions des comptes nationaux annuels publiés à l'automne 2011		19
Analyse rétrospective sur les révisions du PIB nominal		22
Réorientation des exportations de services vers les marchés à forte croissance: une réalité pour le Luxembourg?		24
Cyclicité des mesures pour l'emploi		85
Le chômage au Luxembourg prend un caractère de plus en plus structurel		90
Effets de la population des travailleurs handicapés et/ou à capacité de travail réduite sur la structure du chômage ADEM		94
Un scénario alternatif basé sur une aggravation substantielle de la crise financière		116
Quelle est la portée pour l'économie luxembourgeoise de la baisse des indices boursiers observée depuis le printemps 2011?		118
NDC 02-2011		Juillet 2011
L'écart inflationniste entre le Luxembourg et les pays frontaliers		49
Transmission des prix du pétrole aux prix à la consommation		52
Taux d'inflation par catégorie de ménage		58
Impact macro-économique de la modulation du mécanisme de l'indexation automatique des salaires en 2011		106
Impact macro-économique de la baisse de 10% de l'indice boursier européen Eurostoxx		111
NDC 01-2011		Mai 2011
Comparaison des taux de croissance potentiels et des écarts de production pour le Luxembourg		29
Modulations de l'indexation automatique et inflation		51
Les équations liant le PIB de la zone euro et les variables de demande étrangère dans Modux		63

NDC 02-2010	Novembre 2010
Le Luxembourg dans la crise: retour sur 2008 et 2009	Page 15
Utilité de l'enquête d'opinion du secteur de la construction pour l'analyse conjoncturelle	28
Impact observé de la tranche indiciaire sur le prix de certains services	49
Impact de la conjoncture sur les recettes fiscales	86
NDC 01-2010	Juin 2010
Analyse statistique des révisions du PIB trimestriel du Luxembourg	14
Évolution des parts de marché à l'exportation du Luxembourg entre 2002 et 2009	56
Les entreprises actives dans le domaine informatique et celui de l'information peu touchées par la crise	61
Crise financière et interventions gouvernementales	90
Impact de la rétention importante de main-d'œuvre sur les perspectives à court terme du marché du travail	115
Prise en compte du modèle d'indicateurs précurseurs du STATEC pour l'établissement de la prévision du PIB	130
NDC 02-2009	Novembre 2009
Relation entre les enquêtes conjoncturelles et les enquêtes d'activité: une application sur la production industrielle luxembourgeoise	19
Recours massif au chômage partiel en 2009	64
Effet des mesures pour l'emploi sur le taux de chômage	72
NDC 01-2009	Mai 2009
Indicateurs avancés: que suggèrent-ils pour l'évolution du PIB à court terme	8
Évolution récente de l'activité de crédit	69
Les profils des travailleurs frontaliers et résidents	112
NDC 02-2008	Novembre 2008
L'ampleur de la crise économique actuelle comparée à la période de ralentissement 2001-2003	17
Les prix des matières premières en recul	49
L'impact mécanique de l'indexation automatique sur l'évolution des salaires	56
Opérations de sauvetage dans le secteur financier	74
Conséquences macroéconomiques suite à l'introduction du "statut unique"	86
NDC 01-2008	Juin 2008
La faible diversification de l'économie luxembourgeoise est-elle un facteur de risque?	50
Comparaison européenne de l'inflation sur les dix dernières années	75
Écarts entre prévisions et réalisations effectives des soldes publics pour les années 2005-2007	125
NDC 03-2007	Mars 2008
Évolution récente du pouvoir d'achat au Luxembourg	39
L'impact du secteur financier sur le reste de l'économie	70
NDC 02-2007	Octobre 2007
La hausse des taux se répercute sur le coût des crédits immobiliers	23
Productivité du travail dans les branches: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	35
Influence de la structure de consommation sur l'inflation	47
NDC 01-2007	Mai 2007
Dynamique du cycle des affaires au travers des branches: l'influence du secteur financier	62
Implications de la réémergence de la Chine sur l'économie mondiale et sur celle du Luxembourg	72
Modulation du système de l'échelle mobile des salaires	84
D'une analyse des stocks de salariés vers une analyse des flux de main-d'œuvre	108
Le passage du budget institutionnel au déficit/surplus de l'administration centrale	134
NDC 03-2006	Février 2007
Volatilité et croissance: une approche comparative par pays	69
Évolution de la durée de travail au Luxembourg	77
NDC 02-2006	Octobre 2006
Prise en compte des grandes orientations de politique économique et budgétaire pour l'établissement des prévisions	20
2000-2005: retour sur 5 années d'inflation	44
Enregistrement dans les comptes économiques des opérations d'échange d'actions Arcelor-Mittal	68
NDC 01-2006	Mai 2006
Révision des comptes nationaux luxembourgeois - description et impact	16
Impact des mesures annoncées par le gouvernement	24
Impact sur l'économie luxembourgeoise d'un choc sur les prix pétroliers	31
Pétrole cher et biocarburants	93
Hausse du chômage: effets structurels	122

NDC 03-2005	Février 2006
Évolution des tarifs publics	Page 39
La problématique des emplois "fictifs"	50
NDC 02-2005	Octobre 2005
Perception du chômage et confiance des consommateurs	22
Inflation au Luxembourg: comparaison détaillée avec la zone euro (1996-2004)	39
Inflation et cycle économique: comparaison Luxembourg/zone euro	42
NDC 01-2005	Mai 2005
La libéralisation des services en Europe	35
NDC 03-2004	Février 2005
Prix du pétrole et prix des carburants	34
Inflation: comparaison entre le Luxembourg et la zone euro	50
Évolution contrastée des principales composantes de l'indicateur synthétique de compétitivité	58
NDC 02-2004	Octobre 2004
Les nouveaux États membres	11
Croissance et chômage: que dit la loi d'Okun pour le Luxembourg?	26
Les ventes de cigarettes au Luxembourg	38
Indices boursiers et croissance économique	48
Nouvelle loi sur la concurrence et libéralisation des prix	56
Les grands pays émergents – défis et opportunités à moyen terme	62
Influence de la saisonnalité du travail intérimaire sur l'emploi et le chômage	70
NDC 04-2003	Janvier 2004
Enquête de conjoncture dans l'industrie: tendance de la production et carnets de commandes	16
Confiance des consommateurs: une relation étroite entre chômage et situation économique	22
NDC 03-2003	Octobre 2003
Utilité des indicateurs conjoncturels internationaux pour la prévision économique au Luxembourg	9
Seuils de création d'emplois et taux de chômage	56
NDC 02-2003	Juin 2003
Les risques potentiels de déflation	10
NDC 01-2003	Avril 2003
La baisse récente des exportations de la zone euro liée à l'appréciation de l'euro?	5
Les produits luxembourgeois concernés par la future directive sur les revenus de l'épargne	106
NDC 04-2002	Janvier 2003
Le Luxembourg en récession?	13
L'apport des enquêtes d'opinion à l'analyse de l'évolution de l'activité dans l'industrie	17
Taux de chômage et emploi frontalier	44
NDC 03-2002	Octobre 2002
De nouvelles orientations dans le domaine de la politique de logement	16
NDC 03-2001	Octobre 2001
Analyse de la productivité multifactorielle du secteur marchand non bancaire luxembourgeois	33
Un NAIRU pour le Luxembourg?	43
NDC 02-2001	Juillet 2001
Le PIB potentiel du Luxembourg	9
NDC 01-2001	Avril 2001
Points de retournement de la conjoncture	12





STATEC

Institut national de la statistique
et des études économiques

www.statec.lu