



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



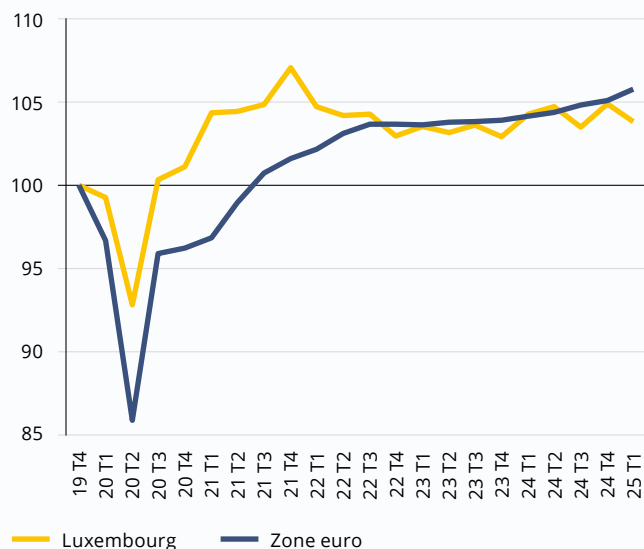
Au Luxembourg, le redressement économique donne des signes de fébrilité à l'entrée de l'année. Après un fort rebond au 4^e trimestre 2024, le PIB en volume s'est replié à nouveau au 1^{er} trimestre 2025, sous l'effet notamment d'une rechute dans le secteur financier dont les résultats se sont montrés 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

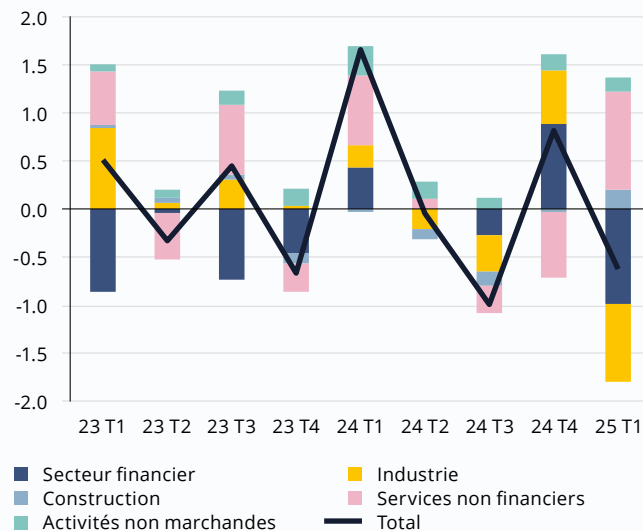


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

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.

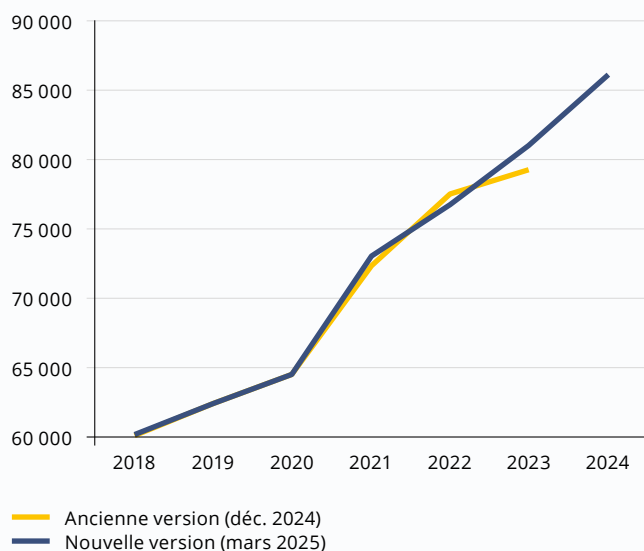
4 Cette hausse de la consommation des ménages de la zone euro a cependant surtout été portée par l'Allemagne et l'Espagne (des baisses ont à l'inverse été relevées pour la France et les Pays-Bas).

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...

PIB nominal, en Mio EUR

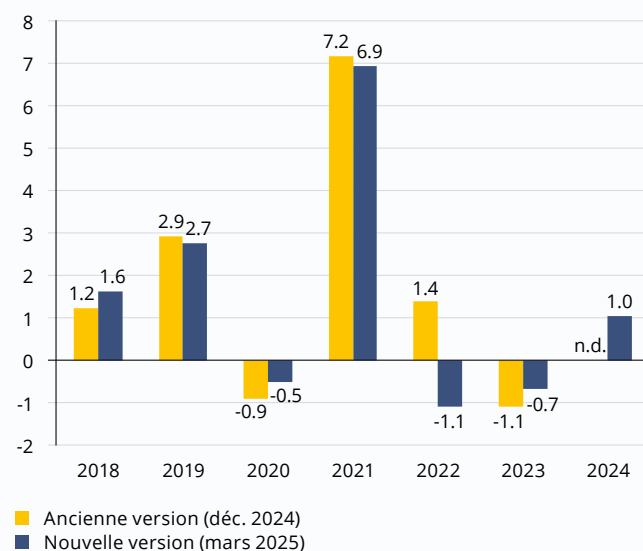


Source: STATEC (Comptes nationaux)

Graphique 2.4

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

PIB en volume, var. annuelle en %



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.

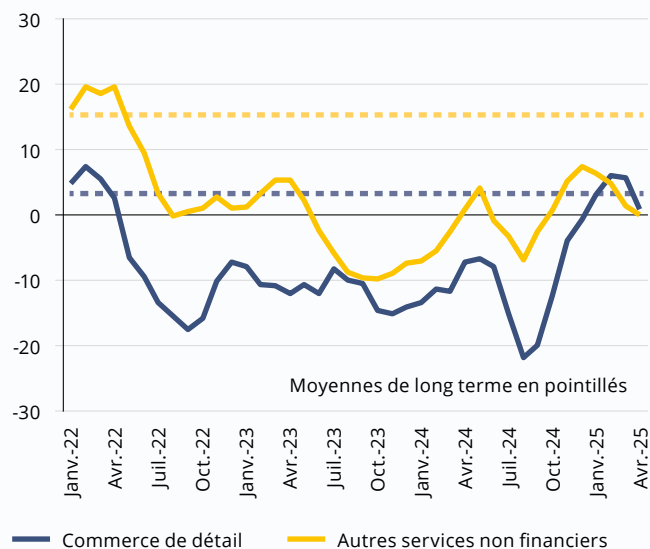
Sans rentrer dans tous les détails de ces révisions, on peut mettre en avant les principales modifications en termes de résultats. Tout d'abord, le PIB nominal – à prix courants – a été revu à la baisse pour 2022 (surtout en lien avec de moindres exportations nettes de biens), mais encore davantage à 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...

Indicateurs de confiance, en points

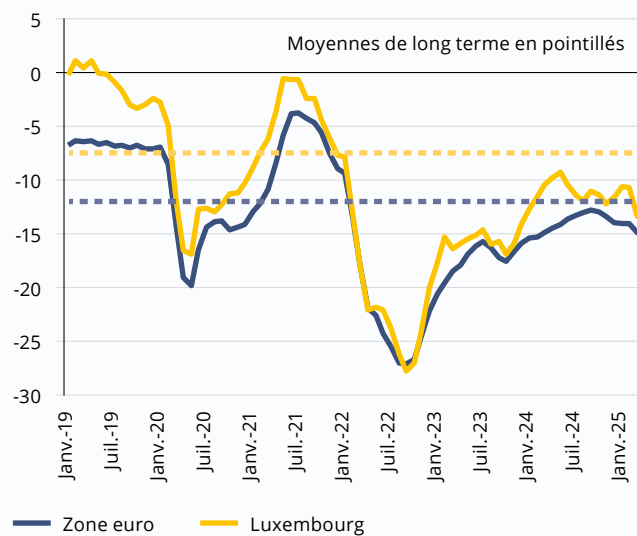


Source: STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

Graphique 2.6

... ainsi que chez les consommateurs

Indicateur de confiance des consommateurs, en points



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.

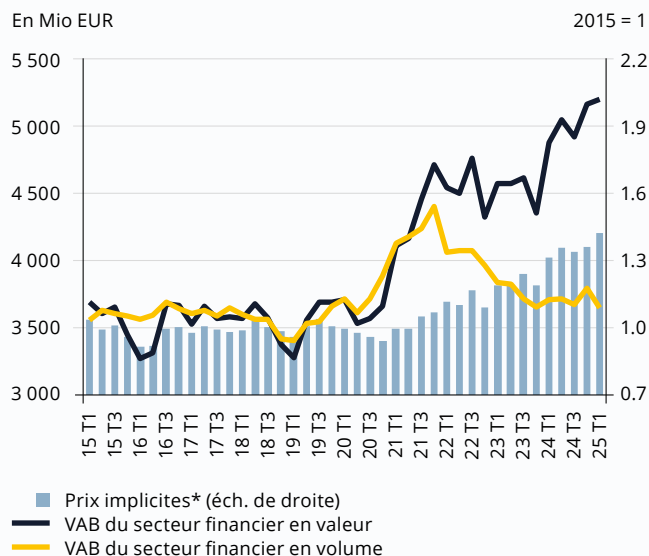
⁶ L'indicateur de confiance des services non financiers est la moyenne arithmétique des soldes d'opinion relatifs à trois questions de l'enquête mensuelle: évolution de la situation de l'entreprise sur les 3 derniers mois, évolution de la demande sur les 3 derniers mois et évolution de la demande sur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

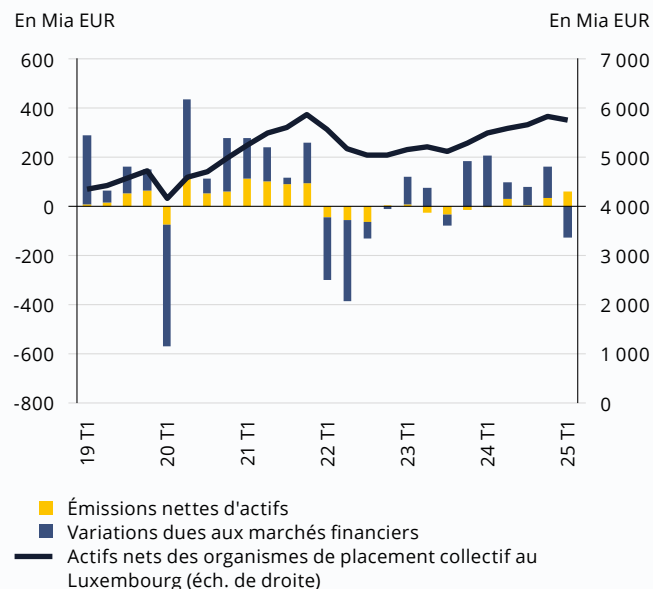
Graphique 2.7

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

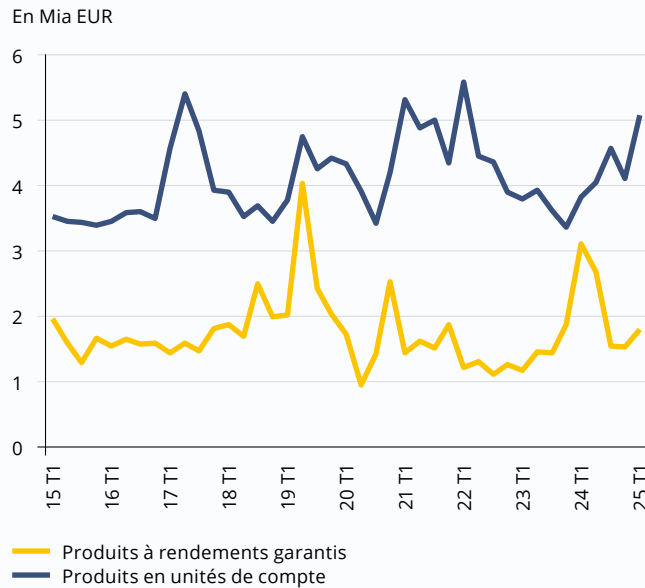
Les résultats du secteur financier sont assez mitigés au 1^{er} trimestre 2025, marqués par une forte volatilité des marchés boursiers, une hausse des taux à long terme et plusieurs abaissements des taux directeurs en zone euro. Par rapport au dernier trimestre 2024, la valeur ajoutée brute (VAB) du 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

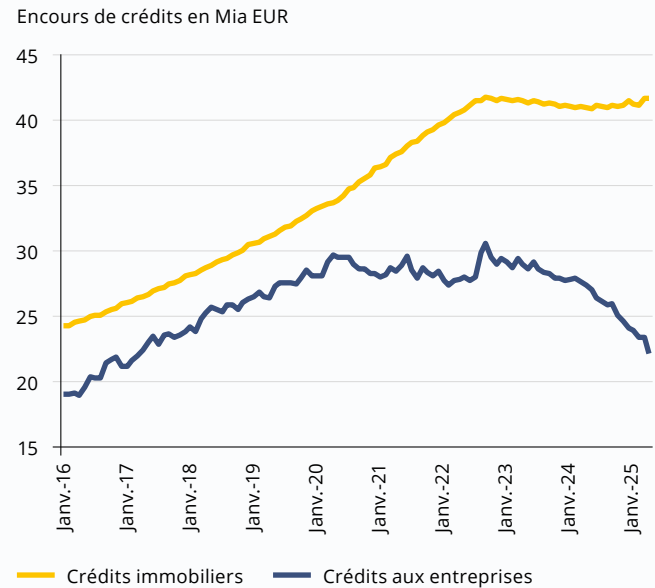
Remontée des primes d'assurance vie sur les produits en unités de compte



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.

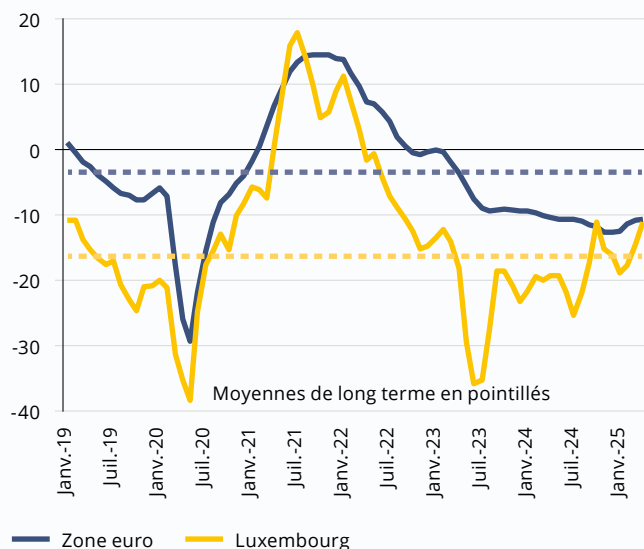
¹⁰ Données décumulées et désaisonnalisées.

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

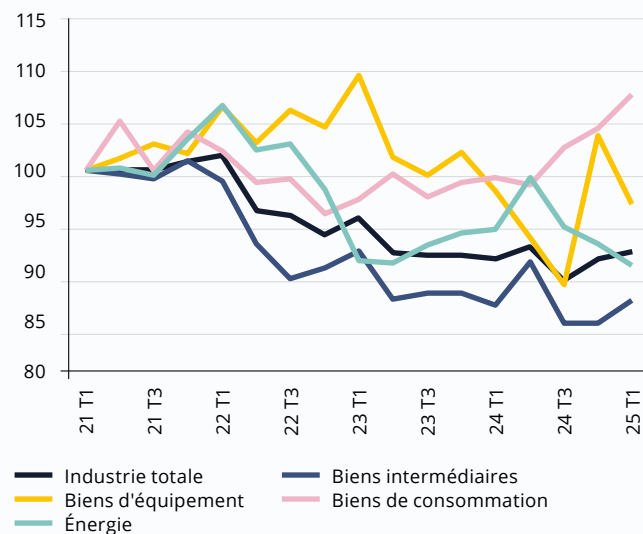


Sources: Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

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

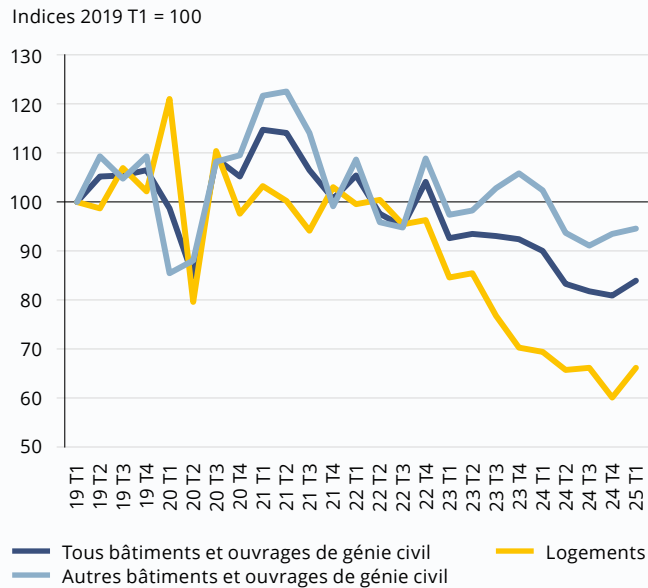
Par rapport à la précédente Note de conjoncture, le constat que l'on peut faire à propos de l'industrie n'a pas beaucoup changé: les résultats observés sur la production sont décevants par rapport aux signaux positifs émanant des enquêtes de conjoncture. La confiance des industriels, malgré de fortes 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

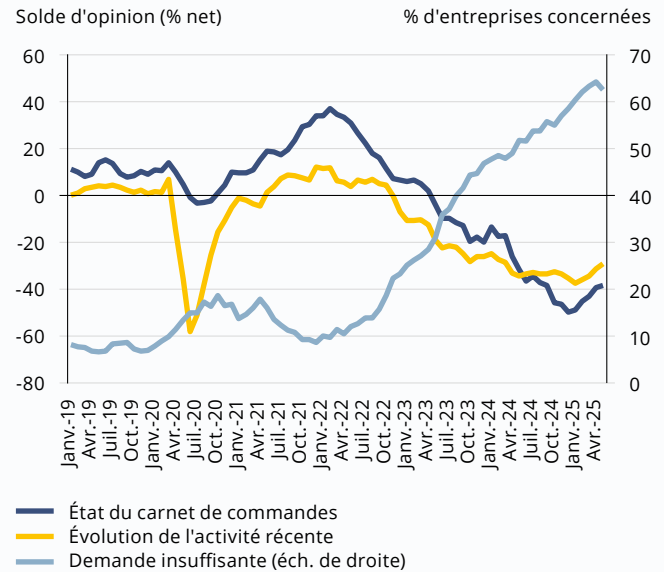
Les investissements dans la construction restent faibles, malgré une hausse au 1^{er} trimestre 2025



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

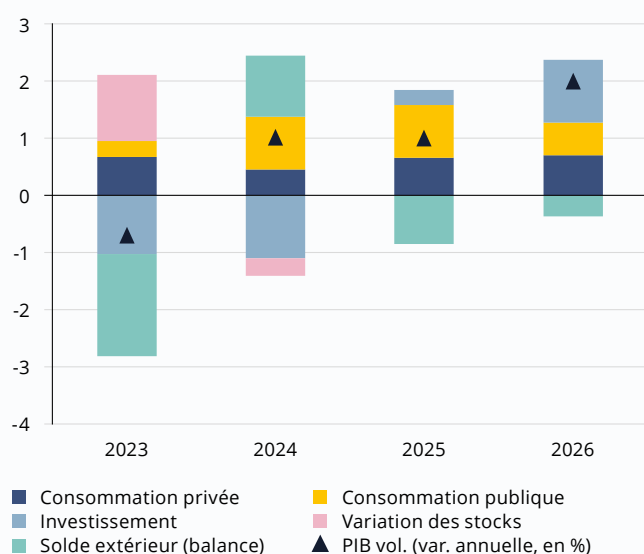
La valeur ajoutée brute en volume de la construction a continué de baisser au 2^e semestre 2024, fortement au Luxembourg (-11% sur un an) et de façon plus modérée en zone euro (1% sur un an). Cependant, au 1^{er} trimestre 2025, l'activité marque une nette amélioration au Grand-Duché, rebondissant de 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 %

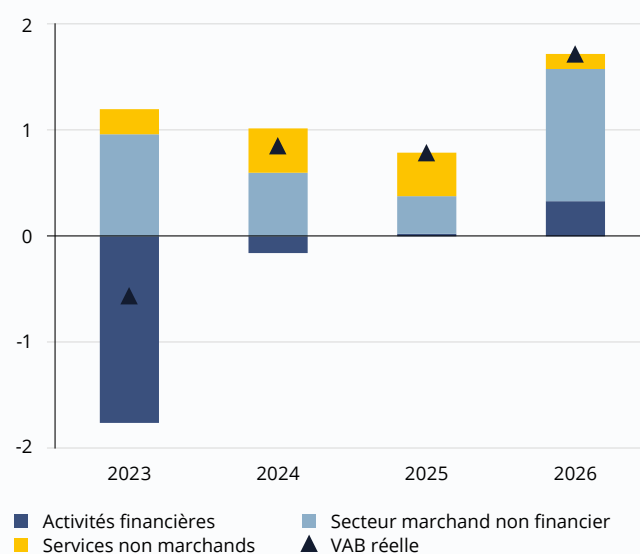


Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

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.

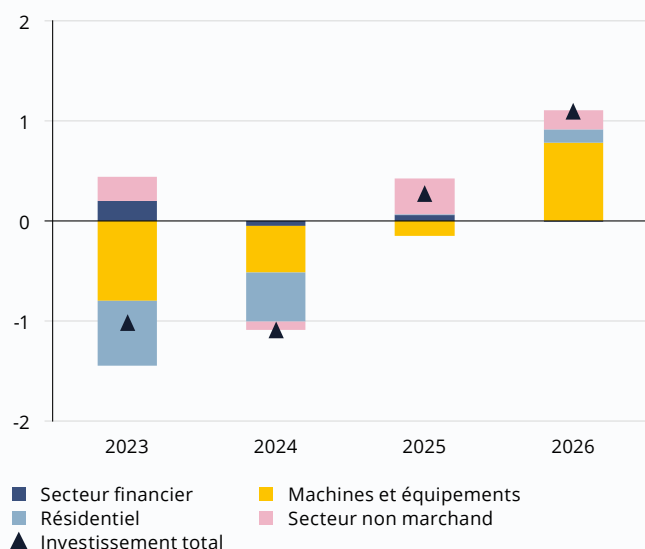
... qui compromet les perspectives pour la croissance luxembourgeoise en 2025

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...

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

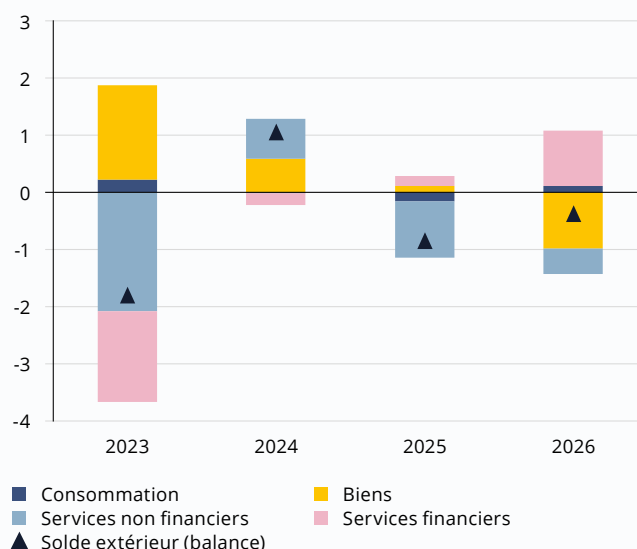


Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 2.18

... qui pèserait sur le solde extérieur des biens

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



Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

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%).

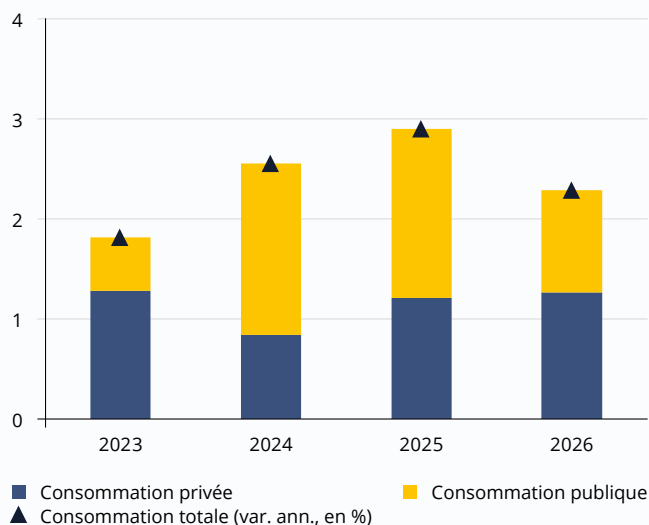
L'investissement profiterait des baisses des taux d'intérêt...

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 %

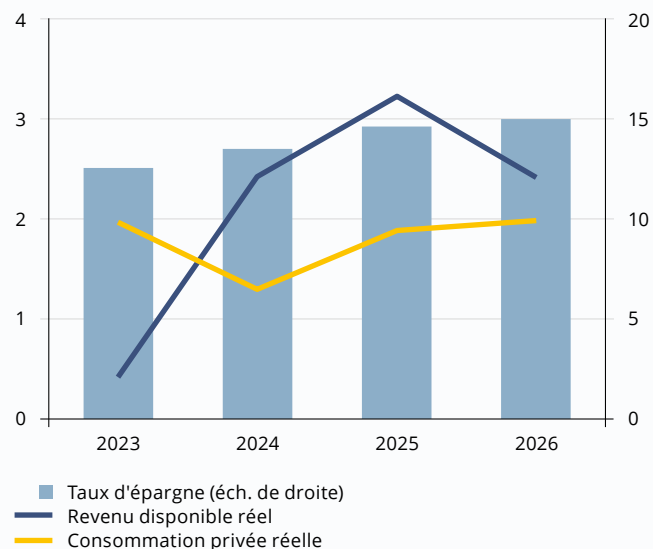


Source: STATEC (2025-2026: prévisions)

Graphique 2.20

... mais pas autant que le revenu disponible

Variation annuelle, en %



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%).

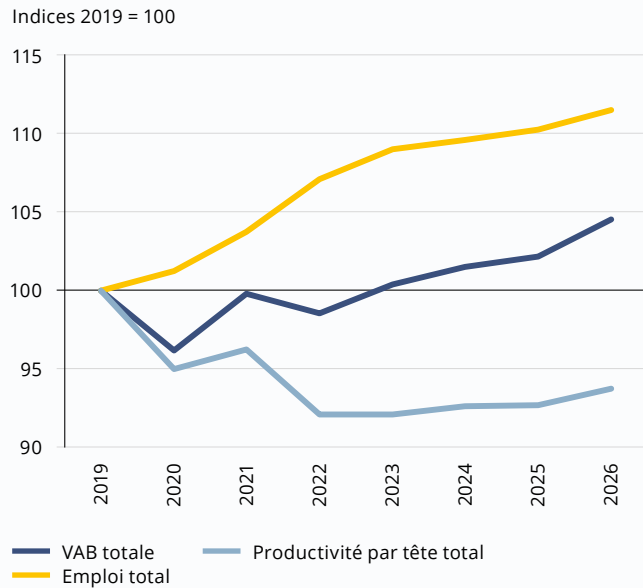
Les exportations nettes de biens ralentiraient fortement en 2025 (+3.7%, après +26% en 2024), avant de subir une contraction marquée en 2026 (-34%). Ce recul s'expliquerait en grande partie par la hausse des importations, notamment celles liées aux investissements en machines et équipements.

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

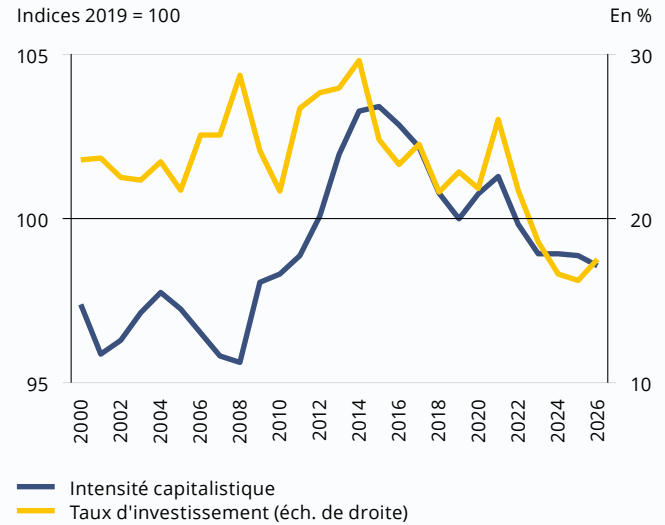
La productivité du secteur marchand non financier peine à se rétablir...



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
Dont: impôts	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.

