



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



Au Luxembourg, l'activité est repartie à la hausse au 1^{er} semestre 2025, après trois années de quasi-stagnation. La croissance du 2^e trimestre a été portée par les services d'information et communication, les activités non marchandes, l'industrie et l'immobilier. Des signaux plus positifs sont observés au 3^e trimestre pour les services financiers et non financiers, ainsi que pour les consommateurs. C'est aussi le cas pour la branche de la construction, même si celle-ci traverse encore de nombreuses difficultés.

La baisse des taux d'intérêt devrait stimuler l'investissement et l'activité dans l'immobilier et la construction au cours des prochains trimestres. Le secteur financier bénéficierait quant à lui de la bonne tenue des marchés boursiers. Selon ces hypothèses, le PIB afficherait une croissance modeste en 2025 (1.0%), qui se renforcerait à 1.7% en 2026 et 2.1% en 2027. Cette trajectoire pourrait être perturbée si les incertitudes relatives au contexte international venaient à déstabiliser les marchés financiers et la demande mondiale.

Tableau 2.1

PIB et composantes de la demande

	Année					Trimestre			
	2020	2021	2022	2023	2024	24 T3	24 T4	25 T1	25 T2
	Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Dépense de consommation finale des ménages	-7.7	11.4	6.6	3.8	3.2	1.1	1.1	-0.5	0.2
Dépense de consommation finale des adm. pub.	7.6	4.8	4.0	1.6	4.9	0.7	1.1	1.3	1.0
Formation brute de capital fixe	-4.1	14.6	-13.9	-5.1	-2.7	-3.9	-2.3	3.0	-3.0
Exportations de biens et de services	1.9	11.3	1.5	0.6	-12.2	-5.1	-2.8	5.8	0.0
Exportations de biens	-9.6	3.9	-0.6	3.4	0.8	-0.3	3.1	-1.7	-1.9
Exportations de services	5.8	12.9	1.9	0.1	-16.8	-6.3	-5.6	9.4	0.4
Exportations de services financiers	2.7	9.0	-3.4	-3.5	-2.3	-1.0	2.8	-2.3	-0.7
Exportations de services non financiers	10.1	18.0	8.6	4.0	-31.4	-13.2	-18.4	31.7	1.9
Importations de biens et de services	1.4	13.4	2.4	0.9	-13.6	-4.9	-2.5	5.8	-0.1
Importations de biens	-8.5	14.8	-3.8	-2.3	-0.5	0.8	1.2	-3.2	0.7
Importations de services	5.4	12.8	3.5	2.0	-18.2	-6.6	-4.7	11.1	-1.4
Importations de services financiers	4.1	8.6	-3.9	-2.7	-4.7	-1.3	2.2	-1.1	-1.2
Importations de services non financiers	6.5	16.1	8.9	5.0	-26.4	-10.6	-10.5	22.7	-1.5
PIB	-0.5	6.9	-1.1	0.1	0.4	-1.9	0.4	0.7	0.6

¹ Données désaisonnalisées

Source : STATEC (Comptes nationaux, données en volume)

¹ Les estimations du PIB et de ses composantes pour le 3^e trimestre 2025 n'étaient pas encore finalisées à l'heure de la rédaction.

² À noter que les évolutions trimestrielles du PIB en volume ont été révisées comme suit : +0.7% au lieu de -1.0% pour le 1^{er} trimestre 2025, +0.4% au lieu de +1.3% pour le 4^e trimestre 2024 et -1.9% au lieu de -1.2% pour le 3^e trimestre 2024.

Une reprise modérée au Luxembourg

Au 2^e trimestre 2025¹, le PIB en volume a augmenté de 0.6% sur un trimestre, indiquant une poursuite de la reprise de l'activité déjà relevée sur les deux trimestres précédents².

La consommation des ménages, après un repli au 1^{er} trimestre, n'a que légèrement progressé au second, avec des dépenses accrues pour les services de santé, de restauration et les produits alimentaires. Les ménages ont, en revanche, moins consommé de services d'administration de biens immobiliers ainsi que de biens et services relatifs aux véhicules personnels par rapport au 1^{er} trimestre. La consommation publique, quant à elle, est demeurée dynamique, sur un rythme de progression en ligne avec celui des précédents trimestres. Les dépenses d'investissement (formation brute de capital fixe) se sont repliées, en particulier dans les domaines de la construction non résidentielle ainsi que dans celui des avions et satellites (les autres matériels de transport, les produits métalliques et les machines ont par contre bénéficié d'un volume d'investissement plus élevé qu'au 1^{er} trimestre). Les exportations ont stagné au 2^e trimestre, sous l'effet combiné, d'une part, d'une hausse des services non financiers et, d'autre part, d'un repli pour les biens et les services financiers.

La progression de la valeur ajoutée au 2^e trimestre (+0.3% sur un trimestre) a principalement été tirée par les services d'information et communication (+4.9%) et les activités à dominante non marchande (administration publique, éducation et santé, +0.9%). L'industrie, les activités immobilières et les services aux entreprises ont également apporté une contribution positive et significative à la progression d'ensemble. La construction et les services de la section "Commerce, transports, hébergement et restauration" ont en revanche joué négativement au 2^e trimestre (surtout à cause de la composante des transports). La reprise de l'activité observée sur ces trois trimestres manque encore d'assise conjoncturelle, avec des performances très irrégulières d'un trimestre à l'autre au niveau des différentes branches (cf. graphique 2.1).

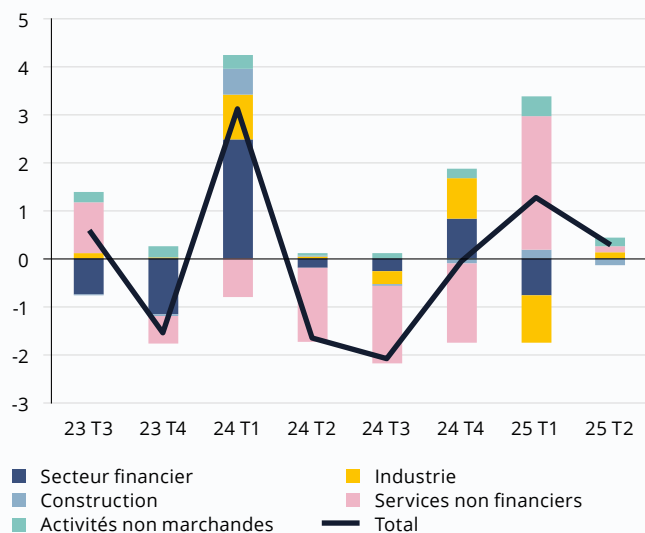
Des données annuelles révisées qui confirment la faiblesse de l'activité

Les résultats annuels des comptes nationaux ont fait l'objet d'une révision pour 2023 et 2024. Pour l'année 2024, il s'agit d'une première estimation des comptes annuels (la précédente estimation se basait uniquement sur les résultats des comptes trimestriels).

Graphique 2.1

Une reprise de l'activité encore timide et mal équilibrée

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

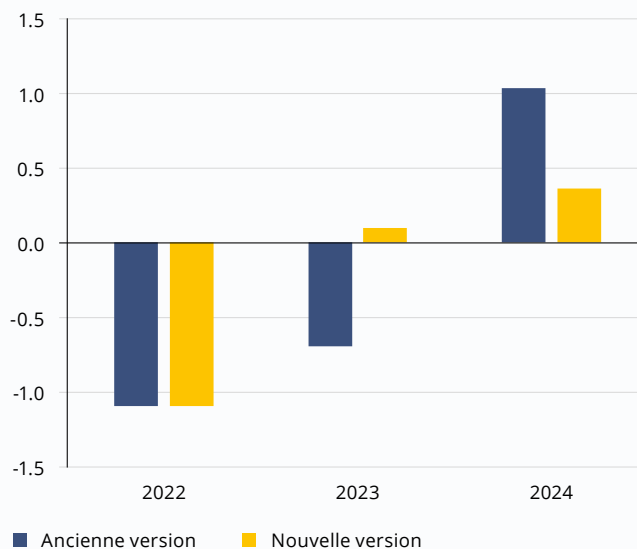


Source : STATEC (Comptes nationaux, données désaisonnalisées)

Graphique 2.2

Révisions des chiffres annuels : pas de récession en 2023, mais une croissance affaiblie en 2024

PIB en volume, variation annuelle en %



Source : STATEC (Comptes nationaux)

Sur base des nouveaux résultats annuels, l'évolution du PIB en volume pour 2023 est revue à la hausse : +0.1%, contre -0.7% auparavant. La croissance de 2024 est en revanche révisée à la baisse : +0.4% au lieu de +1.0% dans les précédentes estimations trimestrielles de juin 2025.

Au niveau des différentes branches d'activité, les principales révisions annuelles concernent les services aux entreprises (dont la valeur ajoutée en volume est nettement revue à la baisse à la fois en 2023 et 2024), les services d'information et communication (révision à la hausse pour 2023), ainsi que les activités financières (à la hausse, surtout en 2024 et principalement pour les services d'assurances et d'auxiliaires financiers).

La consommation des ménages ressort maintenant plus élevée et plus dynamique que précédemment (avec une progression en volume de 3.5% par an en moyenne sur 2023 et 2024, contre seulement 1.5% auparavant). Les dépenses d'investissement demeurent en baisse en 2023 et 2024, mais celle-ci est moins prononcée que dans les précédents résultats annuels (surtout pour 2024). Au niveau des échanges extérieurs, les principales révisions concernent ceux des services non financiers, nettement revus à la baisse tant du côté exportations qu'importations pour l'année 2024.

Ces nouvelles données révisées ne viennent pas modifier le constat d'une activité économique très peu dynamique sur l'ensemble des trois dernières années écoulées, à laquelle répond le ralentissement prononcé des créations d'emplois – en particulier du secteur marchand – sur cette période.

Le volume des exportations de biens vers les États-Unis a légèrement reculé

Les tensions commerciales se sont accrues cette année sous l'effet du relèvement des droits de douane américains. Si le Luxembourg est relativement peu exposé de manière directe – ses exportations de biens vers les États-Unis ne comptaient que pour environ 3% du total sur les dernières années (soit 0.5% de son PIB) – il est néanmoins affecté par des droits de douane dits "effectifs" relativement élevés³.

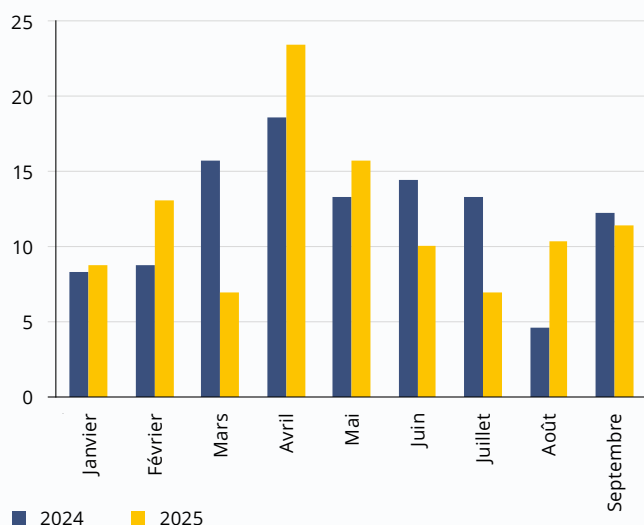
Sur l'ensemble des 9 premiers mois de 2025, le volume des exportations de biens du Luxembourg vers les États-Unis marque un repli de 2.4%. Sur les métaux et produits associés, le recul atteint environ 5% sur la même période. Par contre, le volume des

³ Ceci s'explique par le fait que les produits de l'acier et de l'aluminium, qui étaient déjà frappés de droits de douane de 25% depuis le 11 février 2025, le sont depuis juin dernier à hauteur de 50% et que les métaux et produits des métaux constituaient un peu plus de 40% des exportations de biens du Luxembourg vers les États-Unis sur les dernières années.

Graphique 2.3

Une moindre quantité de marchandises expédiées vers les États-Unis

Volume des exportations de biens du Luxembourg vers les États-Unis, en milliers de tonnes

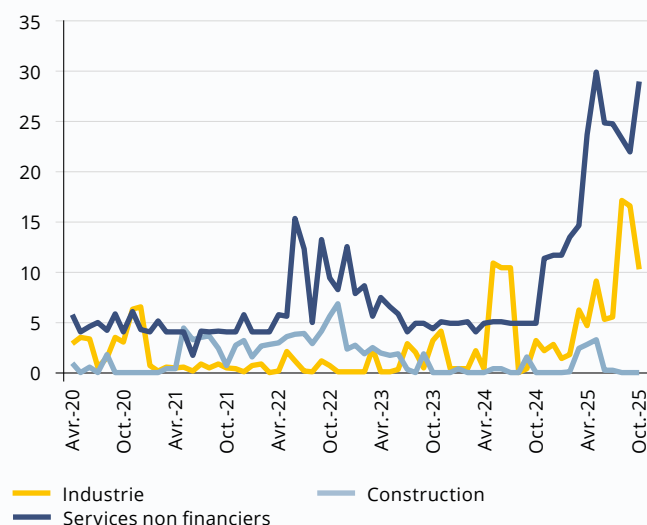


Sources : Eurostat, STATEC

Graphique 2.4

Les entreprises du Luxembourg inquiètes des tensions commerciales

Part des entreprises citant la guerre commerciale comme facteur limitant l'activité, en %



Source : STATEC (enquêtes de conjoncture)

4 Cette progression en valeur témoigne d'un accroissement de la part de produits plus onéreux exportés par rapport à l'année passée et concerne une majorité des pays de l'UE.

expéditions a augmenté pour d'autres catégories de produits, notamment dans les domaines du plastique (+160% sur les 9 premiers mois), du caoutchouc (+75%) et des textiles (+60%), avec des tendances qui demeurent globalement favorables jusqu'en septembre.

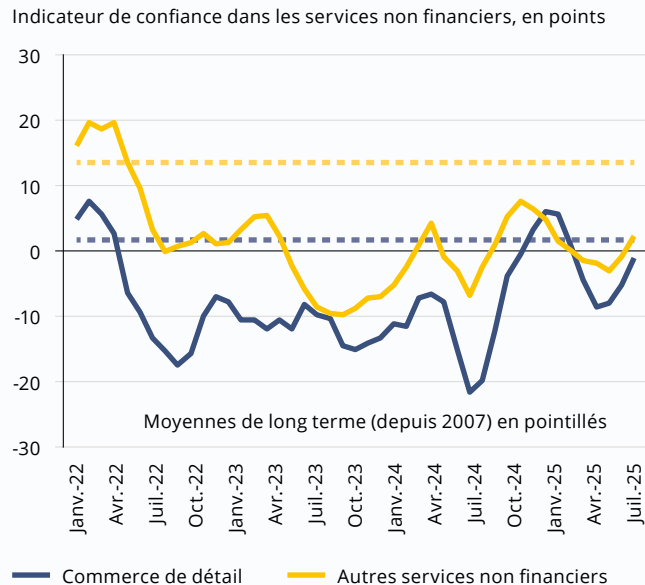
Cette baisse des volumes exportés côté luxembourgeois doit être mise en perspective avec la tendance relevée au niveau européen, à savoir un recul encore plus prononcé, de presque 10% pour l'UE dans son ensemble sur la même période. Par ailleurs, si l'on considère la valeur des exportations de biens vers les États-Unis, le Luxembourg affiche une hausse de 13% environ sur un an (sur les 9 premiers mois), un résultat qui se compare à nouveau favorablement à la tendance européenne (+10% environ sur la même période)⁴.

Des tensions commerciales qui pèsent sur l'activité ?

Dans les enquêtes mensuelles de conjoncture auprès des entreprises, plusieurs facteurs susceptibles de peser sur l'activité peuvent être cités (demande insuffisante, manque de main-d'œuvre, etc.). Lors de la crise Covid, quatre nouveaux facteurs avaient été ajoutés par le STATEC dans les questionnaires, dont bien entendu un sur le coronavirus, mais aussi un sur la guerre commerciale États-Unis/Chine (c'était lors du premier mandat de D. Trump et le climat était déjà tendu à ce niveau). Si la question ne porte pas directement sur les tensions commerciales avec l'UE, elle semble tout de même en trouver un écho dans les réponses des entreprises sur les derniers mois (cf. graphique 2.4). La part des entreprises citant la guerre commerciale comme un facteur contraignant a nettement progressé, non seulement pour l'industrie, mais encore davantage pour les services (ce qui est a priori plus surprenant). Dans ces derniers, les principaux concernés sont les services de poste et courrier, les activités de sièges sociaux et conseil de gestion, les activités juridiques et comptables, celles d'administration et de soutien aux entreprises, l'édition, les transports aériens ou encore l'hébergement. Il est cependant difficile d'interpréter par quel biais et à quelle échelle ces entreprises de services seraient touchées. Est-ce un reflet de l'incertitude générale autour de l'impact des tensions commerciales ou est-ce lié à d'autres éléments ? En tous cas, le sujet inquiète.

Graphique 2.5

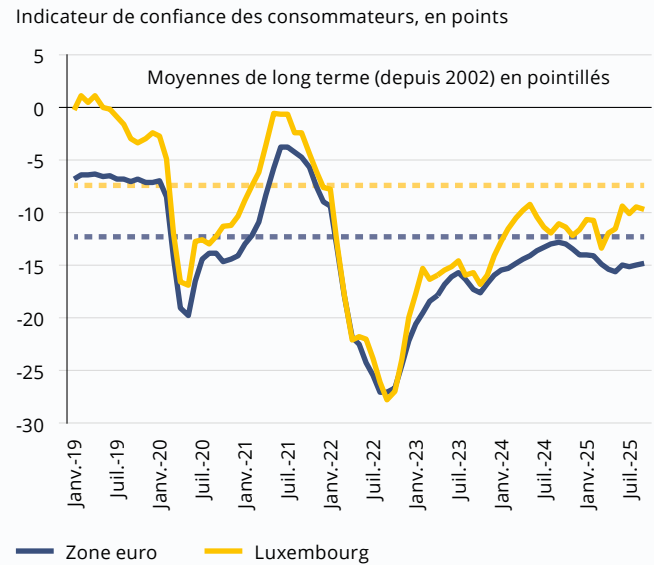
Un moral oscillant dans les services non financiers, mais qui reprend des couleurs sur les derniers mois



Source : STATEC (moyennes mobiles centrées sur 3 mois)

Graphique 2.6

Des signaux plus positifs aussi chez les consommateurs



Source : Commission européenne (données désaisonnalisées, moyennes mobiles centrées sur 3 mois)

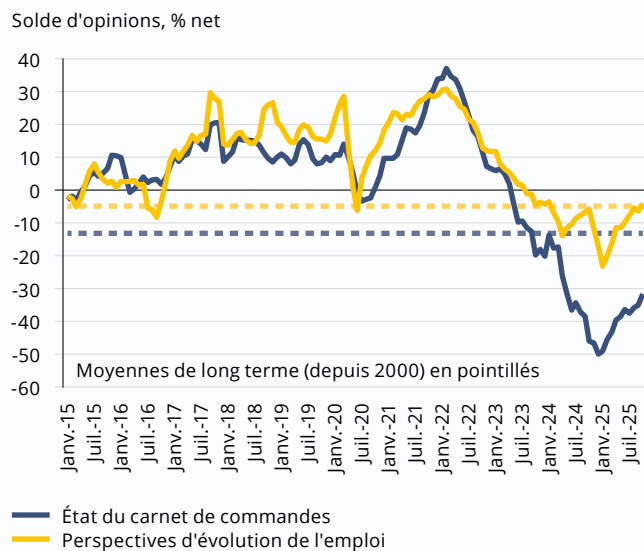
Services non financiers : des signaux un peu plus positifs sur les derniers mois

Les indicateurs de confiance issus des enquêtes de conjoncture dans les services non financiers présentent des évolutions perturbées depuis 2022, avec une alternance relativement rapide entre phases de hausse et de dégradation. Ils ont eu tendance à se détériorer sur la première moitié de 2025, mais ont repris une trajectoire plus positive depuis (les dernières données disponibles vont jusqu'en octobre 2025). Cette remontée se perçoit dans le commerce de détail (surtout grâce à de meilleures perspectives de vente), mais aussi dans les autres services non financiers. Pour ces derniers, ce sont surtout les opinions relatives aux évolutions récentes de la situation de l'entreprise et de la demande qui se sont redressées (notamment du côté des services aux entreprises, de la restauration et du transport aérien). La part des entreprises déplorant une demande insuffisante, même si elle a reculé de 41% à 36% au cours des six derniers mois, demeure malgré tout élevée. Et les indicateurs de confiance restent inférieurs à leur moyenne de long terme, ce qui témoigne d'un contexte encore difficile.

Une amélioration également du côté du moral des ménages

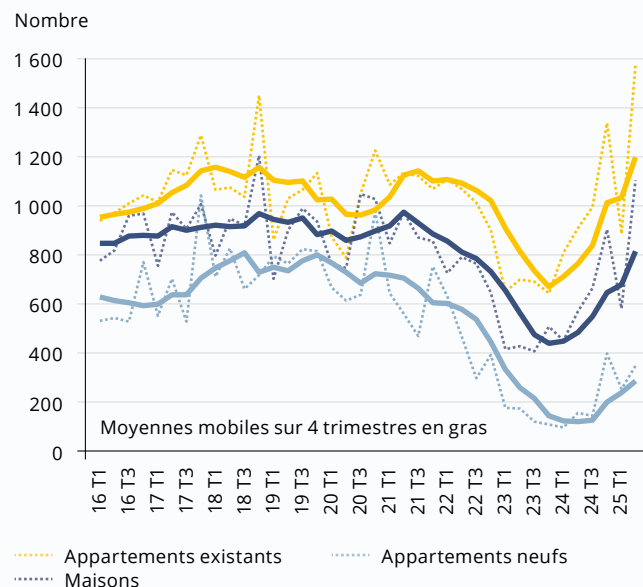
La confiance des consommateurs du Luxembourg s'était quelque peu affaïssée en début d'année, mais elle est remontée à partir du printemps et tend à se stabiliser sur les derniers mois. C'est surtout sous l'effet des opinions relatives aux perspectives d'évolution de la situation économique générale que ce redressement s'est produit. Les intentions d'achat de logements (question trimestrielle) ont tendance à se relever après avoir touché un point bas au 3^e trimestre 2024, mais demeurent encore faibles par rapport aux niveaux enregistrés en 2022 (où le marché immobilier faisait encore preuve de dynamisme). L'amélioration est beaucoup plus nette sur les derniers trimestres en ce qui concerne les intentions de dépenses importantes pour le logement (a priori en relation avec des projets de rénovation ou d'aménagements). Les intentions d'achat de voitures tendent également à remonter, mais cela ne se perçoit pas vraiment sur les chiffres d'immatriculations de voitures neuves, qui n'enregistrent qu'une timide hausse de 0.5% cette année (sur base des 10 premiers mois), après avoir chuté de 5% en 2024.

Graphique 2.7

Le ressenti dans la construction s'améliore

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

Graphique 2.8

Les transactions de logements remontent fortement

Source : STATEC

Des signaux de reprise dans la construction, mais encore loin d'un rétablissement

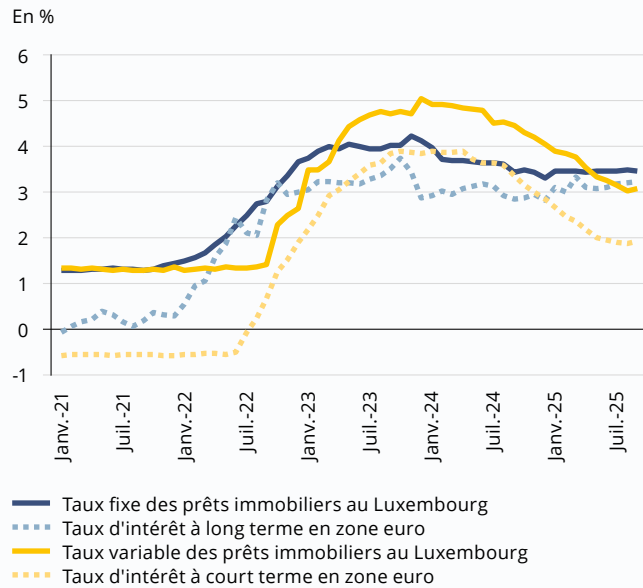
La remontée de la confiance pour les sociétés de construction, entamée au début de 2025, s'est poursuivie sur les derniers mois. En octobre, les perspectives d'évolution de l'emploi ont à nouveau dépassé leur moyenne de long terme (cf. graphique 2.7). Dans les faits, l'emploi dans la construction repart enfin légèrement à la hausse sur les trois derniers mois (cf. chapitre 4). L'opinion sur l'état du carnet de commandes se redresse aussi, mais demeure encore relativement faible. Ces signaux positifs sont cependant mitigés par une stagnation de l'appréciation de l'activité récente, après une amélioration consécutive au 1^{er} semestre.

Si le moral dans la construction se redresse, les résultats au niveau de la valeur ajoutée brute (VAB) en volume sont moins encourageants. L'activité de la branche stagne au 1^{er} semestre en glissement annuel. En comparaison, la VAB de la construction progresse en Belgique (+4.1% sur un an au 1^{er} semestre), alors qu'elle est orientée à la baisse en France (-2.1%) et en Allemagne (-5.7%). De manière générale et en dépit de certaines fluctuations, l'activité de la construction au Luxembourg a cessé de diminuer, mais ne remonte pas encore et demeure ainsi à un niveau bien inférieur à celui d'avant-crise (-28% au T2 25 par rapport à la même période il y a 4 ans).

Un rebond n'est pas non plus discernable au niveau de l'investissement, qui affiche une baisse de 1.8% sur un semestre sur la 1^{re} moitié de 2025 (avec une légère hausse au 1^{er} trimestre suivi d'une chute notable au 2^e). Cependant, les évolutions sont assez contrastées selon les composantes. Ainsi, l'investissement dans des bâtiments et ouvrages autres que le logement tendait à augmenter tout au long de l'année dernière, et malgré un faible 2^e trimestre 2025, peut être considéré comme de retour à un niveau moyen. À l'inverse, l'investissement résidentiel affichait encore de forts reculs en 2024 et semble s'être stabilisé à un niveau faible en 2025. En Allemagne et France aussi, l'investissement résidentiel est bien plus touché que celui dans les autres bâtiments et ouvrages.

Graphique 2.9

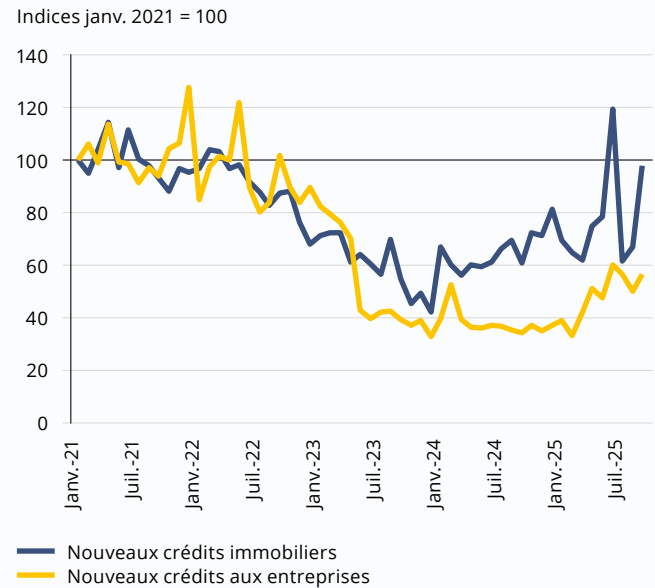
Repli des taux variables sur les crédits immobiliers, stabilisation des taux fixes...



Sources : BCL, BCE (données désaisonnalisées)

Graphique 2.10

... stimulant la demande de prêts immobiliers



Source : BCL (données désaisonnalisées)

En effet, la forte hausse des taux d'intérêt, en réaction à l'envol de l'inflation, avait considérablement réduit le pouvoir d'achat immobilier des ménages. Depuis, les taux hypothécaires ainsi que les prix de vente des logements ont baissé, ce qui a contribué à relancer la demande. Le nombre de transactions de logements est ainsi en train de se redresser⁵ (cf. graphique 2.8), une tendance qui, selon les derniers chiffres sur les crédits hypothécaires, devrait se poursuivre (cf. ci-dessous). Pourtant, cette reprise est inégale entre les différents types de biens. Ainsi, les transactions de maisons et d'appartements existants ont presque rejoint leurs niveaux moyens pré-crise, alors que les transactions d'appartements en VEFA (les plus susceptibles de générer de l'activité de construction) étaient, au 1^{er} semestre 2025, inférieures de moitié environ à leur moyenne pré-crise. Par ailleurs, les autorisations de bâtir stagnent à un niveau très faible. Ainsi, les signaux de reprise du côté de l'immobilier résidentiel tardent à se manifester dans les résultats.

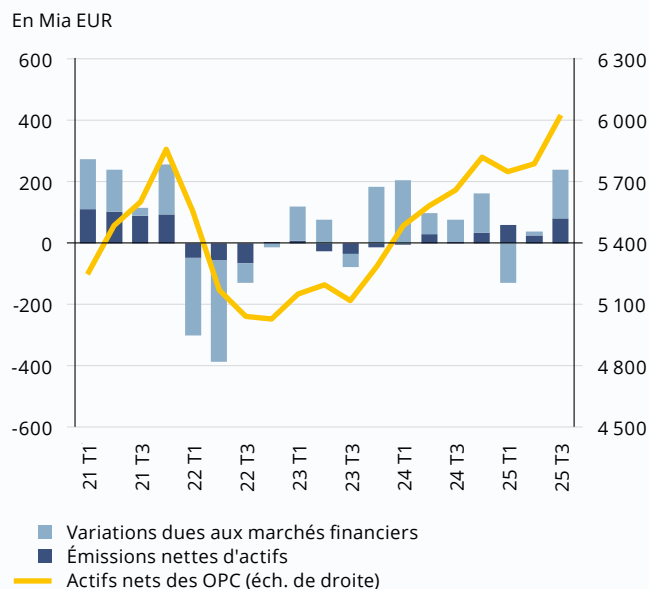
Les taux plus bas dynamisent la demande de prêts

Les réductions du taux directeurs effectuées par la BCE entre juin 2024 et juin 2025 (-2 points de % au total) ont été répercutées sur le taux d'intérêt variable des prêts immobiliers et des prêts aux sociétés non financières (resp. -1.4 point de % et -1.1 point de % sur un an en septembre). Les taux fixes – qui dépendent des taux à long terme en zone euro – et les taux sur les crédits à la consommation se sont en revanche stabilisés (autour de resp. 3.5% et 4.7%).

Sur l'ensemble des trois premiers trimestres, les nouveaux crédits immobiliers ont fortement augmenté (+25% sur un an), alors que les crédits à la consommation affichent un repli de 4%. La demande de prêts immobiliers avait particulièrement bondi en juin, les ménages profitant des allègements fiscaux liés au paquet logement avant leur expiration à la fin du mois. La demande de prêts hypothécaires a été plus faible pendant l'été, puis s'est renforcée en septembre (cf. graphique 2.10). Les nouveaux crédits octroyés aux sociétés non financières affichent quant à eux une progression de presque 30% sur un an, mais leurs niveaux actuels demeurent inférieurs de 25% à ceux du début 2022, avant la hausse des taux directeurs. Selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire, la remontée des crédits aux entreprises provient surtout des demandes de refinancement et de restructuration de dettes.

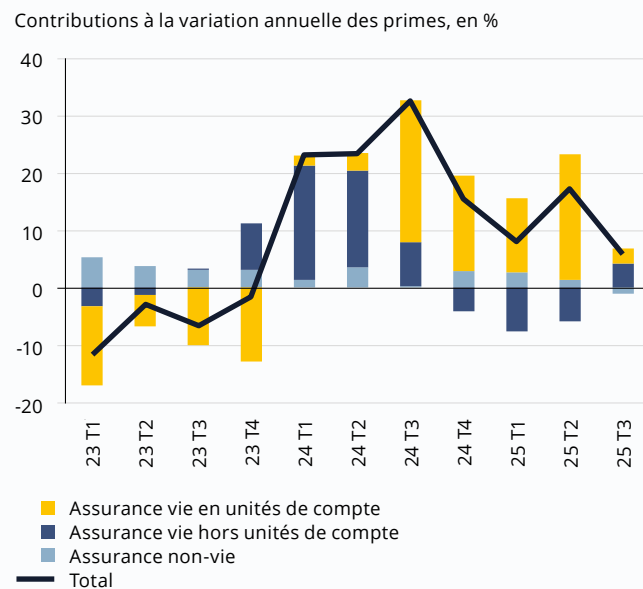
⁵ Cette tendance de fond est cependant sujette à des fluctuations liées à l'expiration (anticipée) de différentes mesures de soutien. En effet, certaines devaient initialement expirer en décembre 2024, mais ont été prolongées jusqu'en juin 2025. Ceci a provoqué une concentration des transactions et crédits immobiliers au cours du trimestre précédant ces échéances, puis un contrecoup au trimestre suivant.

Graphique 2.11

Davantage d'émissions nettes et valorisations dans les fonds d'investissement

Source : CSSF

Graphique 2.12

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

Sources : CAA, STATEC

6 La CSSF reporte toutefois une rupture de série due à la fusion de deux banques, faussant les évolutions relatives des frais. Cf. <https://www.cssf.lu/fr/2025/09/comptes-de-profits-et-perdes-des-etablissements-de-credit-au-30-juin-2025/>

7 Le taux de marge rapporte la marge d'intérêt aux encours de crédits et titres de créance. Il était de 0,27% au 2^e trimestre 2025, contre 0,16% à la mi 2022.

Le secteur financier porté par la croissance des fonds d'investissement et de l'assurance vie

Les actifs nets des organismes de placement collectif (OPC) ont augmenté de 6,5% sur un an à l'issue des trois premiers trimestres de 2025. Cette progression provient de la valorisation des actions (au 3^e trimestre surtout) et des émissions nettes dans les catégories d'OPC à revenu fixe principalement.

Les valorisations ont été portées par de meilleures perspectives des investisseurs concernant la politique commerciale et monétaire américaine, la croissance mondiale et par les investissements dans l'intelligence artificielle (cf. chapitre 1). Selon la CSSF, les actions latino-américaines et asiatiques ont enregistré les meilleures performances au 3^e trimestre, alors que les actions européennes ont affiché des gains plus modestes, en raison des perspectives économiques mitigées en Allemagne et de l'instabilité politique persistante en France. Les émissions nettes ont évolué positivement sur les six derniers trimestres, (après deux années consécutives de repli) et ont atteint en août leur plus haut niveau depuis 2021.

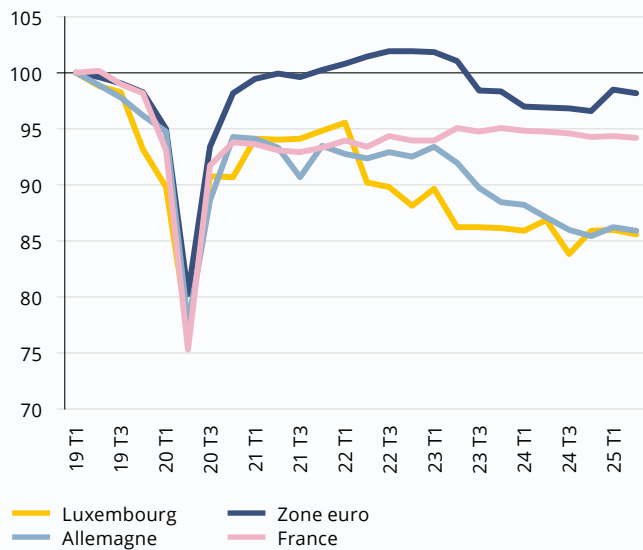
Les primes encaissées par les compagnies d'assurance entre janvier et septembre 2025 continuent de progresser fortement (+10% sur un an, après +28% en 2024). Cette croissance est tirée par les produits d'assurance vie en unité de compte (+37% sur un an) qui bénéficient de la croissance des marchés boursiers, alors que les produits à rendements garantis, moins attractifs avec la baisse des taux, accusent une baisse de 16%. L'assurance non-vie progresse, quant à elle, de 3% sur un an.

Le secteur bancaire voit en revanche son résultat net se replier (d'environ 5% sur un an au total au 1^{er} semestre) en raison de la réduction des marges d'intérêt et d'un alourdissement des frais généraux et des frais de personnel⁶. Avec la baisse des taux, la marge d'intérêt des banques a diminué de 4,6% sur un an au 1^{er} semestre (elle demeure néanmoins presque deux fois plus élevée qu'à la mi-2022, de même pour le taux de marge⁷). Cette baisse de la marge d'intérêt devrait se poursuivre au 3^e trimestre. Les revenus nets sur commissions ont enregistré une progression modeste (+2,1% sur un an au 1^{er} semestre), la hausse concernant surtout les banques dépositaires pour les fonds d'investissement (grâce à la bonne tenue de ces derniers).

Graphique 2.13

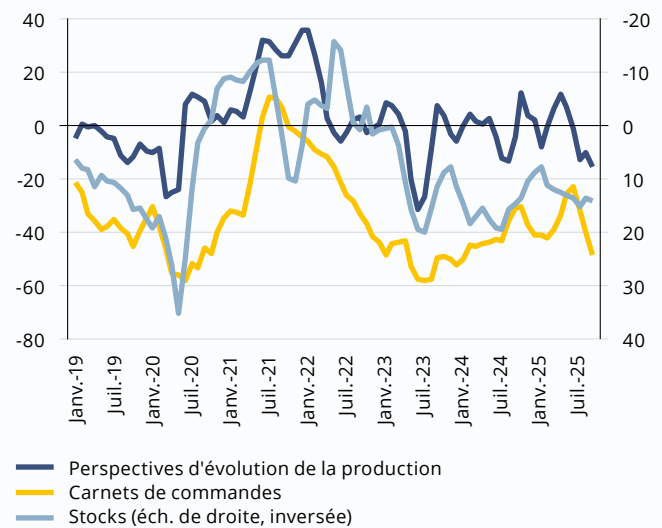
L'industrie encore en difficulté

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



Sources : Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.14

Pas d'espoir de reprise industrielle à court terme au LuxembourgComposantes de l'indicateur de confiance dans l'industrie
Soldes d'opinions +/-

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

Le contexte demeure morose pour l'industrie en Europe et au Luxembourg

Sur les 9 premiers mois de 2025, la production industrielle du Luxembourg affiche une quasi-stagnation (-0.2% sur un an) par rapport à l'année précédente, et ce après trois années consécutives de baisse marquée (cf. graphique 2.13). Sur la même période, la zone euro enregistre une progression de 1.4%, mais ce résultat est largement influencé par celui de l'Irlande (+22% !), dont les chiffres de production de l'industrie sont – tout comme ceux du PIB – très volatils et largement influencés par les revenus de sociétés multinationales y ayant établi leur siège. Hors Irlande, le résultat de la zone euro s'inscrit en baisse d'environ 1% sur un an, après déjà deux années de repli en 2023 et 2024.

Dans ce contexte difficile, les différents domaines de l'industrie luxembourgeoise affichent cependant des performances très contrastées cette année. Si la production a diminué dans la fabrication de produits métalliques, l'énergie (production et distribution), les produits et équipements électroniques, optiques et électriques (le repli est d'environ 10% pour ces trois catégories, toujours sur les 9 premiers mois), elle s'est en revanche redressée dans la métallurgie (+5%), l'industrie du bois (+10%), de la chimie (+5%) et du textile (+3%).

Signaux plutôt négatifs pour le Luxembourg dans les enquêtes de conjoncture

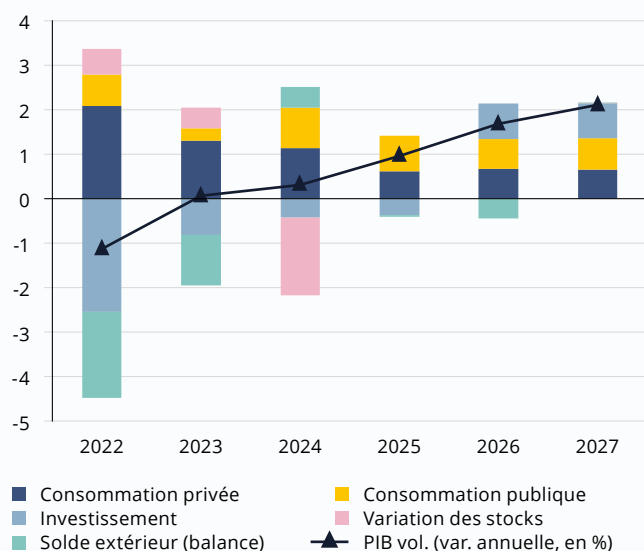
L'indicateur de confiance de l'industrie pour la zone euro se redresse modestement depuis le début de 2025, mais pas encore suffisamment pour espérer une remontée significative de la production.

Au Luxembourg, la confiance des industriels s'était aussi tendanciellement améliorée sur la fin de 2024 et le début de 2025, mais les résultats des enquêtes récentes se sont nettement dégradés (et ce au niveau des trois composantes de l'indicateur, cf. graphique 2.14). Cette rechute provient principalement d'opinions plus défavorables du côté de la métallurgie et de la fabrication de produits métalliques. Le manque de demande, évoqué par 46% des industriels interrogés dans l'enquête d'octobre, demeure le principal frein à la production.

Graphique 2.15

Reprise en cours depuis 2022...

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

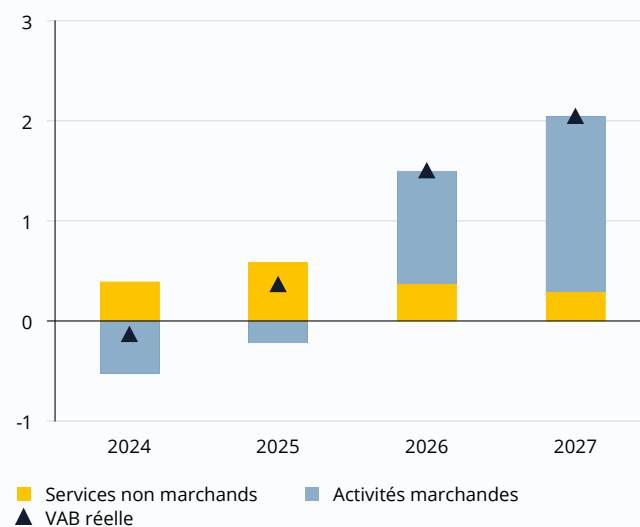


Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Graphique 2.16

... qui devrait se renforcer avec la meilleure tenue des activités marchandes

Contributions à la croissance de la valeur ajoutée brute en volume, en points de %



Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Zone euro : croissance en demi-teinte, marchés financiers bien orientés

L'accord commercial conclu le 27 juillet 2025 entre l'UE et les États-Unis a réduit les incertitudes, dissipant le risque d'escalade des tensions économiques, ce qui a mené à des perspectives conjoncturelles bien moins sombres pour l'année en cours. Ainsi, la croissance du PIB en volume en zone euro atteindrait 1.3% en 2025 selon Oxford Economics (contre encore 0.8% prévu au printemps). La croissance ralentirait tout de même en 2026, à +0.8%, et ne retrouverait une certaine vigueur qu'en 2027 (+1.6%).

En revanche, les marchés boursiers européens affichent des tendances nettement meilleures : l'Euro Stoxx 50 progresserait de 9.4% en 2025, 3.5% en 2026 et 1.3% en 2027, contre des estimations antérieures bien plus faibles (cf. chapitre 1). Cette dynamique et une meilleure orientation de la demande étrangère de biens et services – principalement liée à une évolution des importations plus soutenue en Allemagne et moins dégradée aux États-Unis (le repli attendu en 2026 serait moins prononcé) – devraient soutenir les exportations luxembourgeoises (cf. graphique 2.18).

Au Luxembourg, reprise graduelle de l'activité

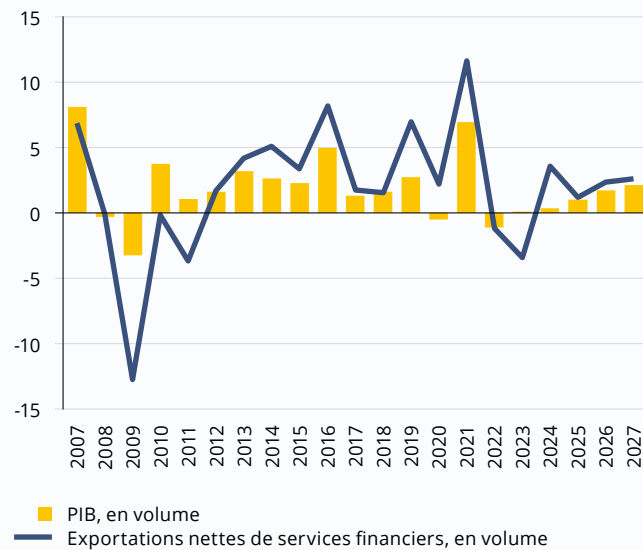
Les comptes nationaux révisés publiés par le STATEC le 5 septembre 2025 confirment le constat d'une activité économique pousive. En effet, alors que pour l'année 2023, la croissance du PIB en volume aurait désormais atteint 0.1% (contre -0.7% estimé auparavant), la première estimation annuelle pour 2024 est abaissée à 0.4% (contre 1.0% précédemment, chiffre issu des comptes trimestriels). Dans l'ensemble, la croissance cumulée sur 2023-2024 n'est que légèrement relevée (+0.2 point).

Mais les révisions ont fortement affecté les composantes du PIB. La consommation privée ressort ainsi de façon nettement plus dynamique, avec une hausse moyenne de 3.5% par an sur 2023-2024 (contre 1.5% précédemment). Les investissements restent en recul, mais moins qu'auparavant, surtout en 2024 (-2.7%, contre -7.3% précédemment). Les échanges extérieurs sont substantiellement révisés à la baisse pour ce qui concerne les services non financiers, tant au niveau des exportations que des importations en 2024, avec toutefois peu d'impact sur le solde extérieur.

Graphique 2.17

Une reprise économique avec le soutien des exportations nettes de services financiers...

Variation annuelle, en %

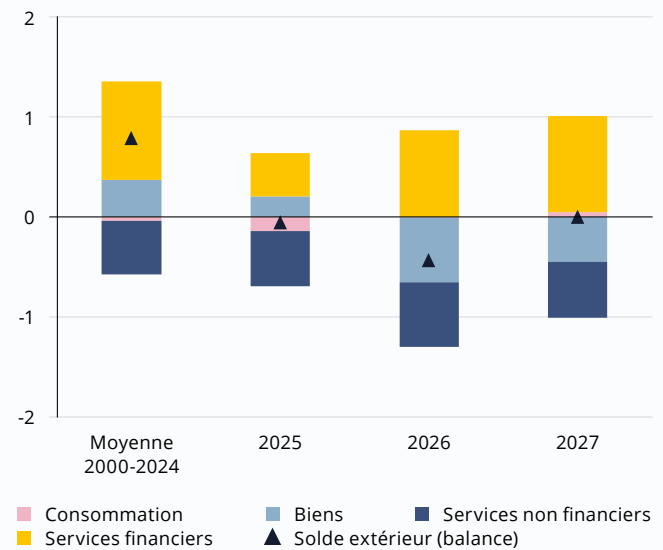


Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Graphique 2.18

... mais d'autres composantes pèseraient sur le solde extérieur

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



Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Ces ajustements pour 2024, combinés aux acquis de croissance issus des données trimestrielles de 2025, conduisent le STATEC à maintenir la prévision pour 2025 à 1%. Pour 2026, la prévision est légèrement abaissée à 1.7% (contre 2% dans la Note de conjoncture du printemps). En 2027, la croissance devrait à nouveau dépasser 2% (cf. graphique 2.15), mais cela ne permettrait pas de fermer l'écart de production qui demeurerait négatif sur tout l'horizon de prévision (cf. graphique 2.24).

Le secteur marchand devrait profiter de la baisse des taux d'intérêt

La faiblesse actuelle du secteur marchand s'explique, en partie, par les conséquences délétères des hausses des taux d'intérêt en zone euro entre 2022 et 2023. La normalisation graduelle des taux directeurs depuis 2024 devrait permettre de relancer les activités marchandes, notamment l'immobilier et la construction, qui représentent près d'un quart des activités marchandes non financières. Néanmoins, les effets de la baisse des taux ne se manifestent pas encore dans l'ensemble du secteur marchand non financier, qui affiche un acquis de croissance de -0.8% au premier semestre 2025. Ainsi, la VAB en volume de ce secteur ne devrait se redresser qu'en 2026 (1.7%) et 2027 (2.9%).

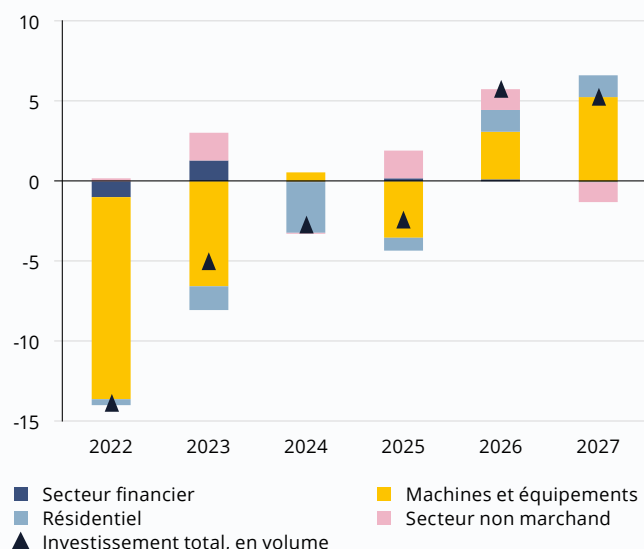
Les activités financières en volume ont été pénalisées par l'environnement particulièrement incertain en début d'année. Une meilleure tenue des marchés au second semestre compenserait la contre-performance du secteur financier durant la première moitié de l'année (-1.4% d'acquis de croissance) et permettrait à sa VAB d'afficher une quasi-stagnation en 2025 (-0.2%, après 3.8% en 2024). Une croissance légèrement supérieure à 1% est anticipée en 2026 et 2027 en lien avec les exportations nettes.

Enfin, le soutien des services non marchands diminuerait progressivement : leur VAB en volume, directement liée à la masse salariale, et donc l'emploi, du secteur public, croîtrait de 4.3% en 2025, puis ralentirait à 2.6% en 2026 et 2.0% en 2027.

Graphique 2.19

La reprise de l'investissement attendue en 2026...

Contributions à la croissance de l'investissement en vol., en points de %

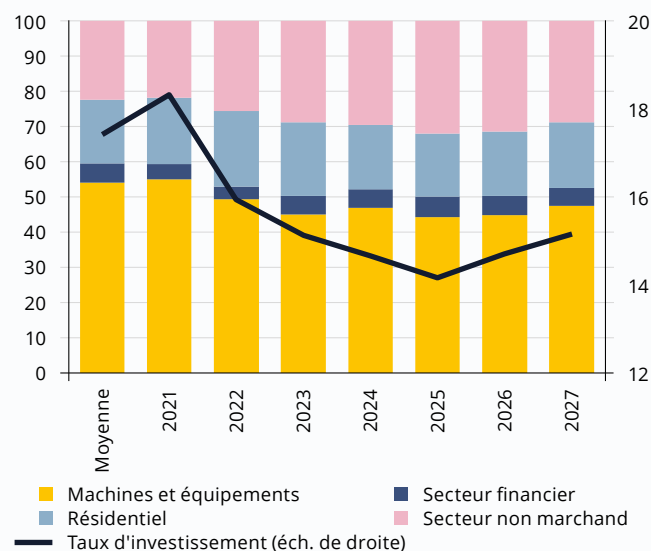


Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Graphique 2.20

... devrait faire sortir le taux d'investissement d'un creux historique

Part dans l'investissement total en volume, en % % du PIB en volume



Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

8 Ces prévisions supposent un redressement des autorisations de bâtir. Stagnant actuellement à un niveau très faible, elles devraient enregistrer encore un repli en 2025 (-5%, après -10% en 2024) avant de renouer avec la croissance en 2026 (+10%) et 2027 (+5%). Cette progression attendue, qui peut sembler optimiste, est tout à fait plausible : le niveau des autorisations par rapport à la variation de la population en 2027 serait bien en dessous de la moyenne observée depuis 2000.

Commerce extérieur : un moteur essentiel de la croissance affaibli

Petite économie très ouverte, le Luxembourg dépend fortement du commerce extérieur de biens et services. En général, les périodes de ralentissement des exportations nettes de services financiers s'accompagnent d'un ralentissement du PIB en volume (cf. graphique 2.17).

Les incertitudes pesant sur les marchés boursiers en début d'année ont freiné ces exportations, qui devraient progresser de 1.2% en 2025 (après 3.6% en 2024) avant de se redresser en 2026 (2.4%) et 2027 (2.6%). Cette amélioration serait portée par un renforcement de la demande étrangère des services et par une meilleure tenue des marchés financiers, qui stimulerait les investissements nets dans les OPC luxembourgeois. Les exportations de services non financiers entameraient également une reprise (+1.1% en 2025, +2.2% en 2026 et +3.9% en 2027), mais leur contribution au solde extérieur resterait négative en raison des importations. Reflétant l'impact de la hausse des droits de douane sur la demande étrangère, les exportations de biens devraient stagner en 2025 (0.3%), reculer en 2026 (-1.6%) puis connaître une modeste reprise en 2027 (1.2%). Les importations, en revanche, devraient s'accélérer en 2027 (2.7%) après deux années atones, sous l'effet des investissements en machines et équipements attendus cette année-là.

Le point bas dépassé pour l'investissement ?

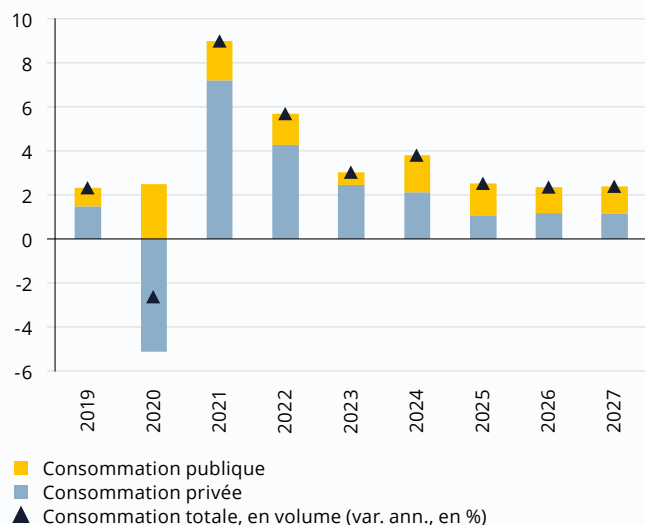
Avec un recul de 2.4%, 2025 marquerait une quatrième année consécutive de baisse pour l'investissement en volume (cf. graphique 2.19). La progression attendue en 2026 refléterait notamment la reprise économique des activités marchandes et l'effet des baisses de taux d'intérêt décidées par la BCE depuis l'été 2024. L'investissement total en volume progresserait de 5.7% en 2026 et 5.3% en 2027.

L'investissement résidentiel, en baisse depuis 2021, reculerait encore en 2025 (-4.1%, après -15% en 2024), avant un rebond espéré en 2026 (7.5%). Cette amélioration serait portée par la stabilisation des taux hypothécaires sous les 3% dès 2025 (après un pic à 4.4% en 2024) et coïnciderait avec un retour à la hausse des prix immobiliers (3.4% en 2025, 3.3% en 2026, 6.7% en 2027)⁸.

Graphique 2.21

La consommation privée : ralentissement en vue...

Contributions à la variation annuelle de consommation totale en vol., en points de %

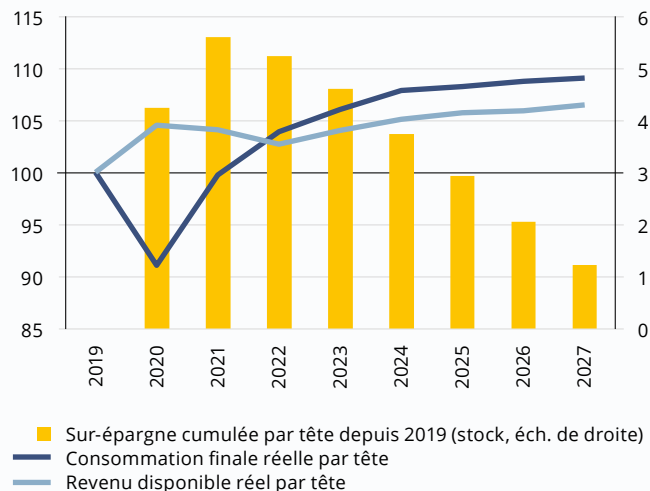


Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Graphique 2.22

... suivant la diminution de la sur-épargne cumulée pendant le Covid

Indices, 2019 = 100



Note : La sur-épargne par tête est calculée comme la différence entre (i) l'épargne par tête estimée en appliquant le taux d'épargne de 2019 au revenu disponible par tête, et (ii) l'épargne par tête effectivement observée.
Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Les investissements en machines et équipements subiraient une contraction en 2025 (-7.6%, contre 1.2% en 2024), avant de rebondir en 2026 (6.6%) et 2027 (11.7%), soutenus par la reprise du secteur marchand non financier et des acquisitions d'avions. Ces prévisions doivent être considérées avec prudence, cet agrégat étant très volatil et sensible aux achats ponctuels d'avions et satellites.

Dans le secteur non marchand, après une année 2024 atone, les investissements progresseraient de 5.7% en 2025, puis ralentiraient à 4.0% en 2026 et reculeraient de 4.0% en 2027 (cf. graphique 2.19, chapitre 5). Enfin, les investissements financiers, dont les volumes ne représentent qu'une petite part de l'investissement total (cf. graphique 2.20), retrouveraient le chemin de la croissance en 2025 (3.7%) et 2026 (2.4%), avant un léger repli en 2027 (-1.5%).

Le taux d'investissement devrait s'améliorer mais demeurer faible

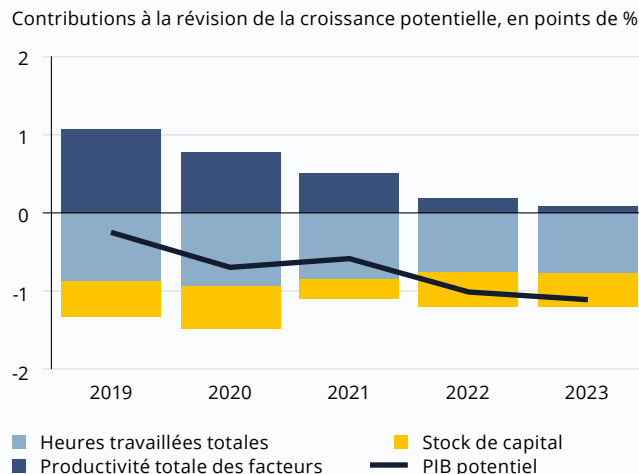
En chute depuis quatre années successives, le taux d'investissement toucherait un point bas en 2025, à 14.2% du PIB réel, le niveau le plus faible depuis 1992 (13.5%). Cette baisse s'accompagne d'un changement dans la structure des composantes : les investissements du secteur non marchand ont gagné du poids, tandis que ceux en machines et équipements, en contraction depuis 2020 (excepté une légère progression de 0.5% en 2024), en ont perdu. À partir de 2026, le taux d'investissement entamerait un début de redressement. Dépassant à peine 15% du PIB en 2027, il resterait tout de même nettement inférieur à la moyenne historique (17.4% entre 2000 et 2020) (cf. graphique 2.20).

Consommation : un ralentissement attendu après deux années dynamiques

Avec une progression annuelle de 3% en 2023 et 3.8% en 2024, la consommation finale (privée et publique) s'est révélée plus soutenue qu'estimée initialement (1.8% et 2.6% avant la dernière révision des comptes annuels). Cette performance repose sur deux facteurs : (i) l'accélération de la consommation publique en 2024, et (ii) la vigueur de la consommation privée, qui a contribué pour près de 80% à la croissance en 2023 et plus de la moitié en 2024 (cf. graphique 2.21).

Graphique 2.23

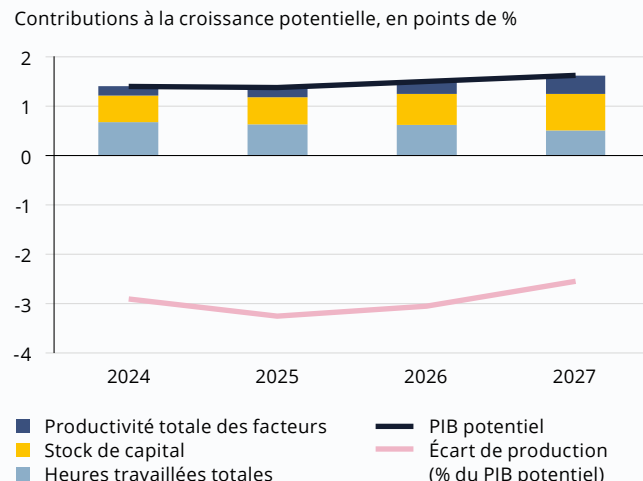
Depuis 2019, la croissance potentielle a été fortement révisée à la baisse...



Note : La révision de la croissance potentielle est calculée à partir de la moyenne des estimations du STATEC, de la Commission européenne (CE), de l'OCDE et du FMI. Les contributions sont calculées à partir des estimations du STATEC et de la CE et sont ajustées proportionnellement afin de correspondre à la baisse affichée.
Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Graphique 2.24

... mais l'écart de production demeurerait négatif



Note : La croissance potentielle est calculée à partir de la moyenne des estimations du STATEC, de la CE, de l'OCDE et du FMI. Les contributions sont calculées à partir des estimations du STATEC et de la CE et sont ajustées proportionnellement afin de correspondre à la croissance potentielle affichée.
Source : STATEC (2025-2027 : prévisions)

Portée par la sur-épargne accumulée pendant la crise sanitaire, la consommation privée par tête a progressé plus vite que les revenus depuis le "retour à la normale". La réduction de cette réserve devrait s'accompagner d'un ralentissement de la consommation (cf. graphique 2.22). La consommation privée augmenterait ainsi de 1.7% en 2025 (après 3.2% en 2024), puis de 1.8% en 2026 et 2027, un rythme plus cohérent avec la progression anticipée du revenu disponible (1.9% en 2025, 1.6% en 2026 et 2.0% en 2027). Le taux d'épargne des ménages se stabiliserait ainsi autour de 12% du revenu disponible, proche de sa moyenne historique (12.3%). La consommation publique suivrait également une trajectoire moins dynamique : +4.2% en 2025 (après +4.9% en 2024), puis +3.3% en 2026 et +3.5% en 2027. La croissance annuelle de la consommation totale serait ainsi ramenée à près de 2.5% à partir de 2025 (cf. graphique 2.21).

Une croissance potentielle révisée à la baisse...

Au cours des dernières années, le potentiel de croissance de l'économie luxembourgeoise a été régulièrement revu à la baisse. À titre d'exemple, les projections établies à l'automne 2019 – avant la crise sanitaire et la crise énergétique – estimaient ce potentiel à 2.8% sur la période 2020-2023. En comparaison, les estimations actualisées à l'automne 2025 font apparaître un potentiel bien plus modeste, autour de 1.9% pour la même période (cf. graphique 2.23). Cette révision s'explique principalement par deux facteurs : la dégradation de la dynamique de l'emploi et le ralentissement de l'accumulation de capital, résultant de la baisse de l'investissement. La productivité totale des facteurs, en revanche, a diminué moins fortement qu'anticipé, ce qui a partiellement compensé la dégradation dans l'évolution de l'emploi et du capital.

... et un écart de production qui demeurerait négatif

La reprise graduelle de l'activité contribuerait à réduire l'écart de production, mais celui-ci resterait négatif sur l'horizon de prévision (cf. graphique 2.24). Un tel écart négatif persistant pourrait justifier une réévaluation méthodologique à l'avenir. En cohérence avec l'amélioration de l'investissement et des perspectives de l'emploi (cf. chapitre 4), la croissance potentielle devrait reposer sur des contributions modestes mais stables du travail et du capital.

Tableau 2.2

Principales évolutions macroéconomiques

	Scénario central				Correction des marchés ¹			Incertitude politique réduite ²		
	1995-2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
	Évolution en % sauf si spécifié différemment									
Principaux agrégats										
PIB valeur (Mia EUR)	.	89.33	93.68	98.48	88.90	91.42	97.66	89.28	94.53	99.69
Idem, évolution en %	6.2	3.7	4.9	5.1	3.2	2.8	6.8	3.6	5.9	5.5
RNB (Mia EUR)	.	58.93	62.06	65.37	58.65	60.07	63.90	58.95	62.76	66.45
Idem, évolution en %	4.9	4.6	5.3	5.3	4.1	2.4	6.4	4.6	6.5	5.9
PIB potentiel (vol.) ³	3.0	1.4	1.5	1.6	1.4	1.5	1.6	1.4	1.5	1.6
Écart de production (% du PIB pot.) ³	-0.1	-3.2	-3.0	-2.5	-3.6	-5.7	-4.5	-3.2	-2.2	-1.4
PIB vol.	2.9	1.0	1.7	2.1	0.6	-0.7	2.9	1.1	2.5	2.5
Emploi total intérieur	3.0	1.1	1.6	1.8	1.0	0.6	1.5	1.1	1.9	2.1
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4.6	5.9	5.8	5.6	5.9	6.2	6.0	5.9	5.7	5.4
Indice des prix à la consommation (IPCN)	2.2	2.2	1.5	1.9	2.2	1.2	1.9	2.2	1.7	2.0
Échelle mobile des salaires	2.0	1.7	2.1	2.1	1.7	1.9	1.9	1.7	2.1	2.3
Coût salarial moyen	3.6	3.6	3.1	2.2	3.5	2.6	1.8	3.6	3.2	2.6
Émissions de gaz à effet de serre ⁴	-2.3	-5.8	-4.0	-7.8	-5.9	-4.2	-7.9	-5.8	-3.8	-7.9
Finances publiques										
Recettes totales	6.4	4.0	5.7	3.9	3.5	3.6	4.6	4.0	6.6	4.2
Dont : impôts	6.6	4.2	6.1	3.8	3.8	3.6	4.5	4.2	6.9	4.2
Dépenses	6.5	6.1	6.4	5.2	6.1	6.4	4.9	6.1	6.3	5.5
Solde public (% du PIB)	1.5	-0.1	-0.4	-1.0	-0.3	-1.6	-1.7	-0.1	0.0	-0.5

¹ Dans ce scénario défavorable, la hausse des incertitudes sur les perspectives d'inflation et sur la dette américaine affaiblissent les marchés financiers, alourdissent les taux d'emprunt et freinent la croissance mondiale. ² Dans ce scénario favorable, la baisse des incertitudes sur la politique commerciale américaine incite les entreprises à investir et recruter, ce qui soutient les bourses et stimule la demande mondiale. 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)

Le manque de vitesse de résorption de l'écart de production reflète le potentiel de l'emploi qui est limité par le ralentissement récent du solde migratoire, combiné au vieillissement de la population et à une croissance moins dynamique de la population active.

L'incertitude concernant le dynamisme de l'économie américaine pourrait peser lourdement sur la croissance luxembourgeoise en 2025 et 2026

Les deux scénarios alternatifs présentés en fin de chapitre 1 mettent en évidence des risques asymétriques pour l'économie luxembourgeoise : l'impact négatif du scénario pessimiste serait nettement plus marqué que le gain potentiel lié au scénario optimiste.

Dans le scénario défavorable, intitulé "Correction des marchés", l'indice Euro Stoxx 50 afficherait une croissance annuelle plus modeste que celle du scénario central en 2025 (6.7%, contre 9.4%) avant de subir une forte contraction en 2026 (-9.5%, contre 3.5%). Combinée à une demande extérieure affaiblie (par la récession en zone euro), cette correction pèserait sur la croissance des exportations luxembourgeoises de biens et services, avec des écarts significatifs par rapport au scénario central (-0.7 point de % en 2025 et -2.7 points en 2026). La reprise attendue des activités marchandes serait ainsi compromise. En conséquence, la croissance du PIB se limiterait à +0.6% en 2025 (contre 1% dans le scénario central), puis reculerait de -0.7% en 2026 (contre +1.7% dans le scénario central), avant un rebond marqué à +2.9% en 2027.

À l'inverse, le scénario optimiste ("Incertitude politique réduite") repose sur une relance de l'investissement privé outre-Atlantique, qui soutiendrait les marchés financiers et stimulerait la demande étrangère. L'activité en zone euro en bénéficierait, avec un gain de croissance en 2026 estimé à +0.8 point de % par rapport au scénario central. Ce contexte favoriserait les exportations luxembourgeoises et, plus largement, accélérerait la reprise économique. Dans cette hypothèse, la croissance du PIB luxembourgeois pourrait atteindre +2.5% en 2026 et 2027.