



02

ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE



La croissance du PIB s'est établie à 0.6% en 2025, nettement en deçà de sa moyenne historique et du résultat de la zone euro pour la quatrième année consécutive. La dynamique reste déséquilibrée : seuls les activités financières et le secteur non marchand soutiennent l'activité, tandis que l'investissement recule encore. Les enquêtes du début de 2026 livrent des signaux contrastés : la confiance des entreprises résiste mieux qu'en zone euro – du moins pour l'instant – mais pas le moral des ménages. Ces derniers semblent particulièrement inquiets des conséquences du conflit en Iran.

Sur l'horizon de prévision, le PIB progresserait de 1.2% en 2026 et 1.9% en 2027, contre 1.7% et 2.1% prévus à l'automne dernier. La révision à la baisse, particulièrement marquée pour 2026, reflète la détérioration attendue de la demande étrangère adressée au Luxembourg. La reprise en 2026 resterait surtout portée par le secteur non marchand et le secteur financier, le relais des autres branches n'intervenant de manière significative qu'en 2027.

Dans le contexte actuel, la balance des risques est nettement orientée à la baisse. Si la guerre en Iran et le blocage du détroit d'Ormuz devaient se prolonger, le PIB pourrait reculer d'environ 1% en 2026, avant de rebondir à 1.8% en 2027.

Tableau 2.1

PIB et composantes de la demande

	Année					Trimestre			
	2021	2022	2023	2024	2025	25 T1	25 T2	25 T3	25 T4
	Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Dépense de consommation finale des ménages	11.4	6.6	3.8	3.2	2.3	0.2	-0.3	1.1	0.8
Dépense de consommation finale des adm. pub.	4.8	4.0	1.6	4.9	3.7	0.9	0.7	1.5	1.1
Formation brute de capital fixe	14.6	-13.9	-5.1	-2.7	-0.5	2.6	-2.5	12.8	-11.5
Exportations de biens et de services	11.3	1.5	0.6	-12.2	1.2	6.7	-0.1	1.0	-1.2
Exportations de biens	3.9	-0.6	3.4	0.8	0.2	-1.2	-1.1	1.0	-1.5
Exportations de services	12.9	1.9	0.1	-16.8	1.6	11.2	-0.9	0.8	-1.7
Exportations de services financiers	9.0	-3.4	-3.5	-2.3	1.4	-0.7	-0.4	0.9	0.4
Exportations de services non financiers	18.0	8.6	4.0	-31.4	1.9	33.5	-1.7	0.7	-4.5
Importations de biens et de services	13.4	2.4	0.9	-13.6	1.8	8.0	-0.9	1.5	-2.0
Importations de biens	14.8	-3.8	-2.3	-0.5	1.8	-1.2	1.2	4.1	-6.5
Importations de services	12.8	3.5	2.0	-18.2	2.0	12.3	-0.6	0.1	-1.9
Importations de services financiers	8.6	-3.9	-2.7	-4.7	2.8	1.5	-0.7	0.2	0.7
Importations de services non financiers	16.1	8.9	5.0	-26.4	1.3	22.6	-0.5	0.0	-4.0
PIB	6.9	-1.1	0.1	0.4	0.6	0.6	0.6	1.2	-0.1

¹ Données désaisonnalisées

Source : STATEC (Comptes nationaux, données en volume)

Le PIB tempore sur la fin de 2025

Après quatre trimestres consécutifs de progression, le PIB en volume du Luxembourg a marqué une pause, enregistrant une légère baisse (-0.1% sur un trimestre) sur le dernier trimestre de 2025.

Cette quasi-stagnation de l'activité sur la fin de l'année passée résulte de mouvements contrastés dans les différentes branches. Les contributions les plus positives proviennent des activités à dominante non marchande (administration publique, éducation et santé) et de l'industrie, ainsi que – dans une moindre mesure – des services aux entreprises et location. À l'inverse, la plupart des autres branches marchandes ont vu leur valeur ajoutée se replier au 4^e trimestre. Les impacts les plus négatifs sur le résultat d'ensemble relèvent des services d'information et communication, du commerce, des transports et des activités financières. Pour ces dernières, il faut noter que le recul enregistré au 4^e trimestre (-0.3%) intervient après un très net rebond au 3^e trimestre (+2.7%).

Comme au 3^e trimestre 2025, les dépenses de consommation (privée et publique) ont continué à croître à un rythme relativement dynamique. La consommation des ménages sur la fin de 2025 a notamment été stimulée par les dépenses en services de santé, de télécommunications et de restauration (les achats de véhicules personnels se sont par contre repliés, reflétant la baisse des immatriculations enregistrée au 4^e trimestre). Les dépenses d'investissement ont reculé de 11.5% sur un trimestre, en contrecoup d'une hausse particulièrement marquée au 3^e trimestre qui résultait surtout d'acquisitions de satellites. Ces achats se reflètent, en contrepartie, au niveau des importations de biens, qui avaient été stimulées au 3^e trimestre et qui se replient au 4^e. Le total des exportations a diminué d'environ 1% sur un trimestre, principalement à cause des exportations de services non financiers, alors que celles de services financiers ont augmenté pour le deuxième trimestre consécutif.

Une reprise bien molle...

Ce résultat du PIB pour le dernier trimestre 2025, associé à ceux des trimestres précédents, indique finalement une progression de 0.6% sur l'ensemble de l'année, qui ne constitue encore qu'une première estimation.

Tableau 2.2

Valeur ajoutée par branche

Nace rév. 2	Poids	Année					Trimestre			
	2025	2021	2022	2023	2024	2025	25 T1	25 T2	25 T3	25 T4
	En %	Variation annuelle en %					Variation trimestrielle ¹ en %			
Valeur ajoutée en volume										
Agriculture, sylviculture et pêche	0.2	13.1	-8.0	-14.3	33.9	0.9	0.9	1.5	-0.5	1.5
Industrie	7.1	1.0	-13.0	11.3	16.3	-6.7	-17.5	6.0	3.3	3.5
Construction	3.5	-5.1	-26.0	-8.0	12.8	-1.2	4.5	-3.3	-1.2	-1.0
Commerce, transports, Horeca	12.0	7.2	-6.2	-0.7	-5.6	-0.4	2.5	-0.7	0.4	-1.8
Information et communication	6.9	14.6	27.3	25.8	-25.7	4.2	66.9	2.1	-1.2	-3.2
Activités financières et d'assurance	27.6	14.3	-5.0	-6.0	3.8	1.1	-1.7	0.1	2.7	-0.3
Activités immobilières	9.2	3.3	-0.8	9.4	2.6	0.2	-1.0	1.1	0.3	-0.4
Services aux entreprises et location	12.6	-2.2	4.3	-7.5	-5.6	-1.7	1.5	0.0	-0.4	0.7
Adm. publique, défense, éduc. et santé	19.5	10.2	5.3	2.1	4.1	4.0	1.9	0.1	1.2	1.3
Autres services ²	1.8	15.7	3.6	4.6	0.8	0.8	-1.3	1.4	-0.5	0.1
Total	100.0	7.3	-1.5	-0.1	0.1	0.6	1.1	0.2	1.6	0.1

¹ Données désaisonnalisées² Arts, spectacles et activités récréatives, services personnels, activité des ménages, activités extraterritoriales

Source : STATEC (Comptes nationaux)

Cette hausse marque une légère accélération par rapport à celles enregistrées sur les années précédentes (+0.1% en 2023, +0.4% en 2024), mais elle demeure néanmoins très faible par rapport aux résultats historiques (+2.5% par an en moyenne au cours de la décennie 2010-2019).

Par rapport aux autres pays européens, la comparaison joue également en défaveur du Luxembourg. L'évolution du PIB luxembourgeois s'inscrit ainsi pour la quatrième année consécutive en deçà des résultats relevés pour l'ensemble de la zone euro (alors que sur l'ensemble de la période 2000-2019, la croissance luxembourgeoise avait été environ deux fois plus élevée qu'en zone euro). Dans ses prévisions de l'automne dernier, le STATEC tablait sur une progression du PIB en volume de 1.0% en 2025, légèrement supérieure à celle qui ressort de cette première estimation.

... et déséquilibrée

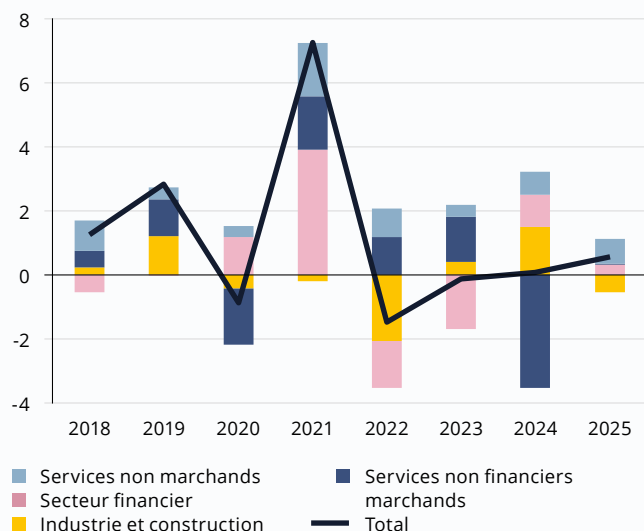
La dynamique de la valeur ajoutée au travers des différentes branches témoigne d'une image contrastée en 2025 (cf. graphique 2.1). Si les activités financières ont de nouveau contribué à la hausse en 2025 (de manière toutefois moins marquée qu'en 2024), de même que le secteur non marchand, le reste de l'économie donne encore des signes de faiblesse. Les services marchands non financiers en particulier, dont la valeur ajoutée s'était nettement rétractée en 2024 – surtout du côté des services d'information et communication, des services aux entreprises et du commerce – n'ont pas enregistré de rebond significatif sur l'ensemble de 2025, même s'ils ont repris une trajectoire ascendante après un point bas au 4^e trimestre 2024.

Malgré un certain ralentissement, les dépenses de consommation – à la fois privées et publiques – ont continué à croître de manière relativement dynamique en 2025. L'investissement en revanche enchaîne une quatrième année consécutive de repli, une configuration inédite sachant qu'il n'avait jamais reculé pendant plus d'un an sur la période allant de 1995 à 2021. Le taux d'investissement poursuit ainsi sa baisse tendancielle (entamée au début des années 2000), amoindri notamment sur les années récentes par de moindres acquisitions de matériel de transport et de biens immobiliers (tant dans le domaine du logement que dans la construction non résidentielle), comme décrit dans l'étude 7.3 de cette Note de conjoncture.

Graphique 2.1

Un secteur marchand encore à la traîne

Contributions à l'évolution de la valeur ajoutée en volume, en points de %

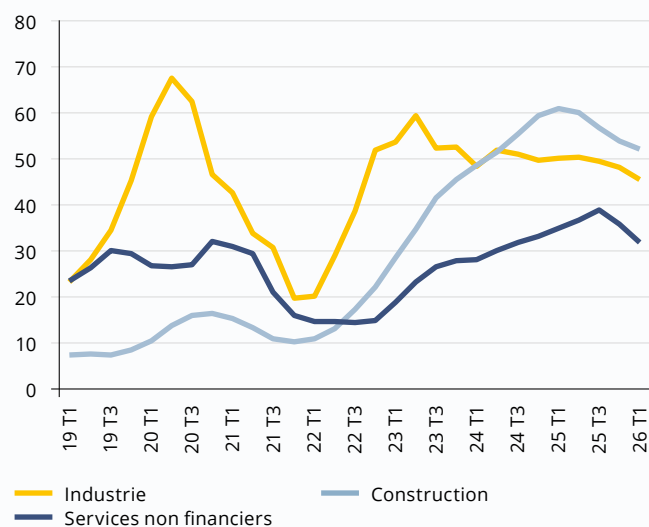


Source : STATEC

Graphique 2.2

Le manque de demande se fait un peu moins ressentir à l'entrée de 2026

Part des entreprises signalant une demande insuffisante, en %



Source : STATEC (enquêtes de conjoncture, données lissées sur 3 trimestres)

Cette baisse du taux d'investissement, qui implique un retard dans la modernisation des capacités de production et le développement des infrastructures, vient freiner le potentiel de croissance économique.

Des éléments contrastés dans les enquêtes de conjoncture au début de 2026

Sur les premiers mois de 2026, les entreprises interrogées dans le cadre des enquêtes de conjoncture témoignent de contraintes financières persistantes venant peser sur leur activité, en particulier dans la branche de la construction où environ 20% des entrepreneurs évoquent des difficultés à ce niveau (cf. ci-après). Cette proportion s'élève à quelque 10% dans l'industrie et les services non financiers, en légère augmentation depuis la fin de 2025.

Si de nombreuses entreprises continuent à déplorer la faiblesse de la demande (cf. graphique 2.2), les résultats les plus récents montrent une certaine amélioration à ce niveau, et ce pour les différentes branches de l'économie (hors secteur financier).

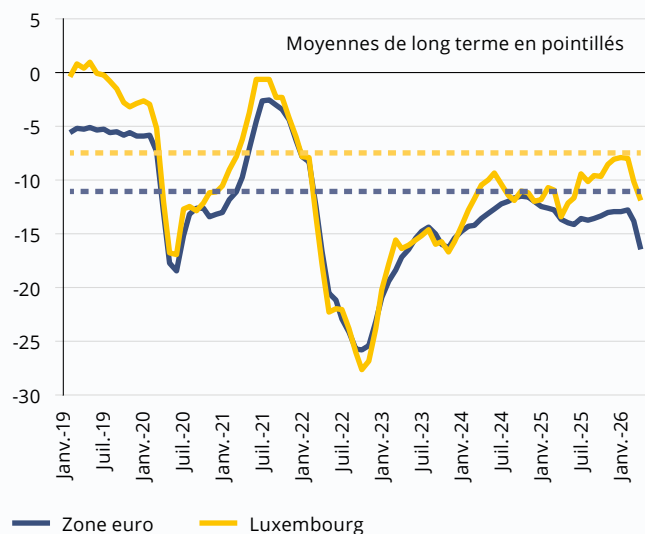
Les indicateurs de confiance des entreprises du Luxembourg montrent par ailleurs des trajectoires relativement favorables jusqu'en avril. Le moral du secteur des services non financiers affiche une certaine résistance, surtout par rapport à celui de la zone euro qui a nettement dévié en mars et avril (apparemment affecté par les conséquences du conflit en Iran). La confiance dans l'industrie, ainsi que dans la construction, a eu tendance à progresser en mars et avril, alors qu'elle a stagné en zone euro. Il reste à voir si ces évolutions plus favorables au Luxembourg sont susceptibles de perdurer. Si les perturbations générées par le blocage du détroit d'Ormuz – hausse des prix de certaines matières premières, problèmes d'approvisionnement – devaient perdurer, il est peu probable que le Luxembourg ne subisse pas de retombées négatives, qu'elles soient directes ou indirectes.

Du côté des ménages, l'impact des événements au Moyen-Orient se fait en revanche déjà nettement ressentir, aussi bien au Luxembourg qu'en zone euro (cf. graphique 2.3). Le moral des consommateurs s'est replié en mars et avril, sous l'effet d'anticipations bien plus défavorables concernant la situation économique générale ainsi que la situation financière personnelle. Les ménages ont, par ailleurs, fortement revu à la hausse leurs perspectives d'évolution des prix à la consommation.

Graphique 2.3

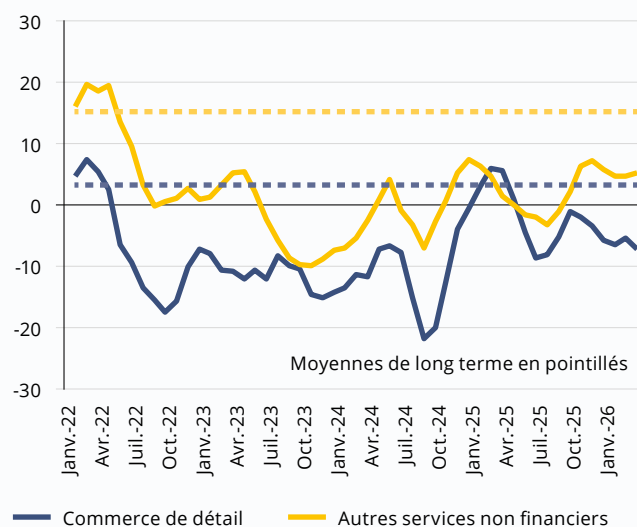
Le moral des ménages accuse le coup depuis mars...

Indicateur de confiance des consommateurs, en points



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

Graphique 2.4

... mais celui des services non financiers résiste pour le momentIndicateurs de confiance, en points
(moyennes mobiles centrées sur 3 mois)

Source : STATEC

Services non financiers : la confiance des entreprises affiche une certaine résistance jusqu'en avril

La confiance des acteurs du commerce de détail s'est légèrement repliée en avril (cf. graphique 2.4), mais ce mouvement ne s'inscrit pas encore comme une tendance lourde. Elle était légèrement remontée en mars et les perspectives de vente à trois mois sont demeurées stables. Sur l'ensemble du 1^{er} trimestre 2026, le volume des ventes au détail (hors débits de carburants et vente à distance) affiche une progression de 3.1% sur un an¹, en ligne avec le résultat enregistré sur l'ensemble de 2025 (+3.3%).

Dans les autres services non financiers (dont le poids dans l'économie est bien plus important que celui du commerce de détail), comme évoqué ci-avant, la confiance a relativement bien résisté, soutenue sur les premiers mois de l'année par des opinions plus positives de certains prestataires. C'est notamment le cas des services de transport et d'entreposage, des activités de sièges sociaux et conseil de gestion ainsi que des activités liées à l'emploi (cabinets de recrutement, agences d'intérim). Pour ces dernières, on peut faire le lien avec les tendances plus favorables qui se dessinent au niveau des données observées de l'emploi (cf. chapitre 4).

Le ressenti s'est cependant simultanément dégradé dans les domaines de la restauration (surtout en mars et avril), des activités juridiques et comptables, de la publicité et études de marché ainsi que des activités administratives et de soutien aux entreprises. Les résultats observés sur les données de production² enregistrées au cours des deux premiers mois de 2026 envoient néanmoins des signaux qui ne vont pas forcément dans la même direction. Pour la restauration, ces données témoignent d'une certaine stabilisation par rapport aux résultats de la fin de 2025 (et une hausse de 4.5% sur un an). Il en va de même du côté des services aux entreprises, où l'évolution de la production sur un an au cours des deux premiers mois de 2026 dépasse (activités spécialisées, scientifiques et techniques) ou égalise (activités de services administratifs et de soutien) celle relevée sur l'ensemble de l'année passée.

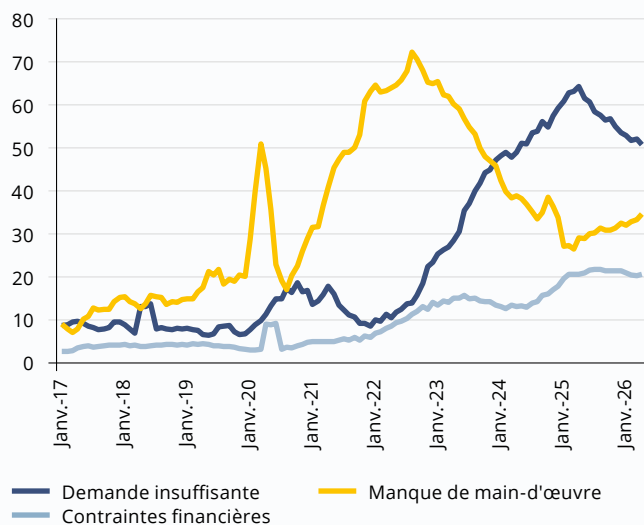
¹ Les types d'enseignes les plus dynamiques en ce début 2026 sont celles spécialisées dans les équipements TIC (avec déjà de bons résultats sur les deux années précédentes), les produits pharmaceutiques (une tendance lourde depuis plusieurs années) et les chaussures et articles en cuir (qui marquent un rebond après trois années consécutives de baisse).

² La production dans les services non financiers est basée sur les données de chiffre d'affaires exprimées en volume.

Graphique 2.5

L'offre et la demande demeurent contraintes dans la construction...

Facteurs limitant l'activité, en points

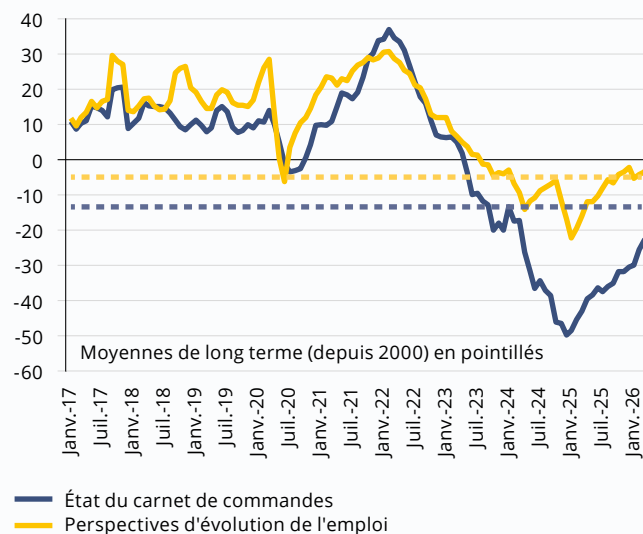


Sources : Commission européenne, STATEC (données désaisonnalisées, lissées sur 3 mois)

Graphique 2.6

... mais les perspectives s'y améliorent

Solde d'opinions, en % net



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

- 3 Les niveaux sont cependant encore largement inférieurs à ceux qui prévalaient en 2021-2022.
- 4 Réduction de moitié de la base imposable des droits d'enregistrement, amortissement accéléré à 6%, imposition des bénéfices de cession au quart du taux global, immunisation des plus-values réinvesties dans un logement social/bâtiments A+, crédit d'impôt location.

L'activité dans la construction reste limitée, mais les perspectives s'améliorent

Les entreprises de construction sont encore contraintes par le manque de demande, ainsi que par les conditions financières peu accommodantes, selon les enquêtes de conjoncture (cf. [graphique 2.5](#)). La valeur ajoutée en volume dans la construction a diminué sur les trois derniers trimestres de 2025. Elle enregistre un recul de 1.2% sur l'ensemble de l'année (contre +0.6% en zone euro) et demeure de 25% inférieure à son niveau d'avant-crise, quatre ans plus tôt. L'investissement dans les bâtiments non résidentiels s'est replié de 4.0% en 2025 (après avoir augmenté de près de 10% en 2024), alors que les investissements en logements tendent à se stabiliser (-0.4%, contre -15% en 2024, une tendance similaire à celle observée en zone euro).

Les opinions sur l'état du carnet de commandes et les perspectives d'évolution de l'emploi s'améliorent toutefois sur les derniers mois (cf. [graphique 2.6](#)). Les premières estimations sur l'emploi s'inscrivent en hausse en février, mars et avril 2026. D'autres indicateurs – heures supplémentaires, travail intérimaire (cf. [chapitre 4](#)) – témoignent aussi d'une situation moins difficile dans cette branche. La production, telle que renseignée dans les enquêtes mensuelles d'activité, remonte depuis l'été 2025 et affiche sur les deux premiers mois de 2026 une croissance de 3.2% sur un an (contre -2.4% en zone euro).

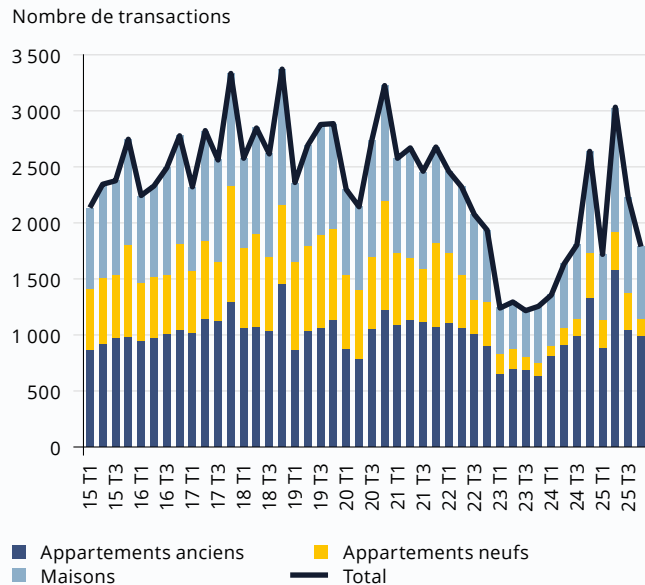
Cette reprise risque cependant d'être fragilisée par les développements internationaux défavorables. Ainsi, les perspectives d'évolution des prix de vente ont fortement augmenté en mars et avril, et ce non seulement au Luxembourg, mais de manière généralisée en zone euro³. Une hausse prononcée des coûts de la construction, associée à une éventuelle augmentation des taux d'intérêt en cas de guerre prolongée, pourrait briser la reprise en cours.

L'immobilier s'essouffle après l'effet des mesures de relance

Depuis l'expiration de plusieurs mesures de soutien à la mi-2025⁴, les transactions et les prix immobiliers sont repartis à la baisse (ces derniers se sont repliés de 3% au 2^e semestre 2025).

Graphique 2.7

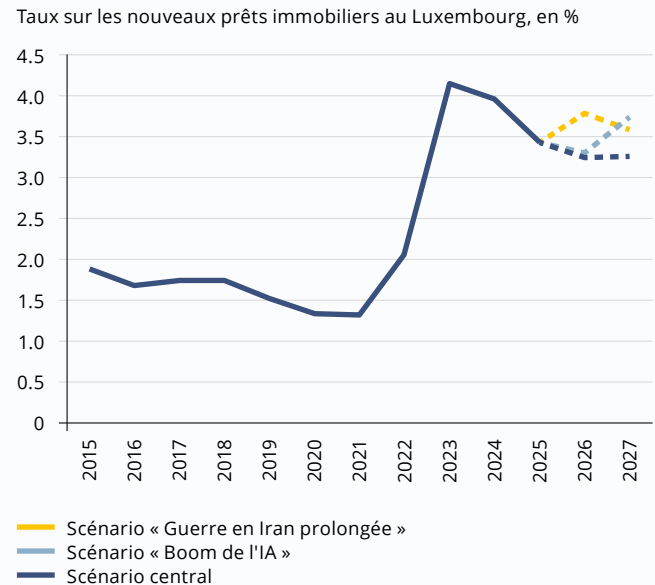
Les transactions immobilières repartent à la baisse sur la fin de 2025



Sources : Observatoire de l'Habitat, STATEC

Graphique 2.8

Les taux sur les nouveaux crédits immobiliers devraient rester élevés



Sources : BCL, STATEC (2026-2027 : prévisions)

Le nombre de transactions immobilières s'est aussi replié au 2^e semestre, après avoir fortement augmenté au 1^{er}. Même si les achats d'appartements neufs ont bien augmenté sur l'ensemble de 2025 (environ +35% par rapport à 2024), ils demeurent très faibles (-55% par rapport à 2021), alors que les transactions d'appartements anciens ont remonté et enregistré un niveau similaire à celui observé en 2021. Les ventes d'appartements en construction représentent ainsi actuellement environ 20% des appartements vendus, contre quelque 40% avant la crise. Ceci pourrait être lié aux prix moyens plus élevés du neuf (un écart qui s'est creusé durant la crise, les prix du neuf ayant moins baissé que ceux de l'existant et la capacité d'achat immobilier des ménages s'étant amoindrie) et au risque perçu quant à l'achèvement des travaux. Au niveau des autorisations de bâtir, le nombre de logements planifiés a fortement diminué (-12% sur un an en 2025, -42% par rapport à 2021) et leur taille moyenne diminue depuis 2022, tant pour les maisons que pour les appartements⁵.

Des taux d'intérêt sur les prêts immobiliers encore relativement élevés

Au 1^{er} trimestre 2026, le nombre de crédits immobiliers octroyés a augmenté de 4% sur un an pour les achats de maison, alors qu'il a diminué de 6% pour les achats d'appartements.

Les taux d'intérêt sur les nouveaux prêts immobiliers ont baissé avec l'assouplissement de la politique monétaire de juin 2024 à juin 2025, mais ils demeurent élevés. Ils sont passés de 1.6% en moyenne entre 2015 et 2021 à 4.1% en 2023-2024, puis sont légèrement redescendus à 3.4% en 2025. Ils se stabilisent à ce niveau sur les trois premiers mois de 2026. Les prêts à taux variable offrent à nouveau des taux de départ plus faibles (à 3.1% en moyenne, contre 3.7% pour les taux fixes) et représentent la moitié des nouveaux prêts accordés (contre 36% seulement en 2024).

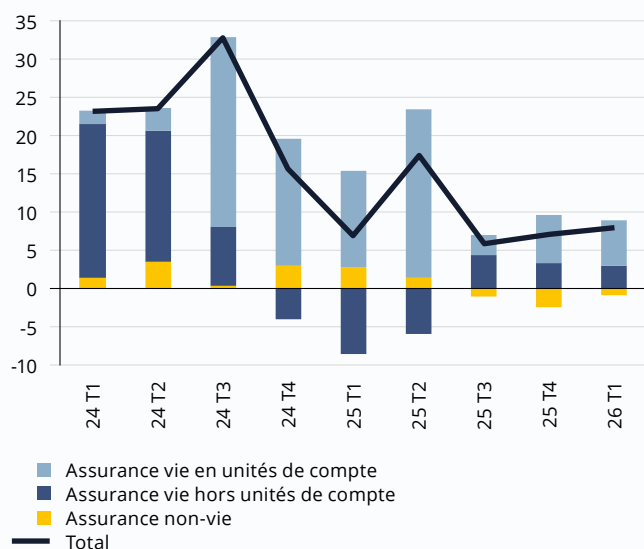
La dégradation des perspectives économiques et les risques de hausse des prix devraient conduire certaines banques à augmenter leurs marges sur les prêts risqués et à durcir leurs conditions d'octroi, selon l'enquête sur la distribution du crédit bancaire. Les banques s'attendent également à un repli de la demande de prêts immobiliers. Selon les prévisions du STATEC, les taux d'intérêt devraient au mieux stagner autour de 3.3% sur les deux prochaines années, au pire augmenter à 3.8% en 2026, puis 3.6% en 2027 (en cas de guerre prolongée en Iran qui accélérerait l'inflation).

5 Cf. Conjoncture flash 11-2025.

Graphique 2.9

Ralentissement des primes d'assurance encaissées

Contributions à la variation annuelle, en %



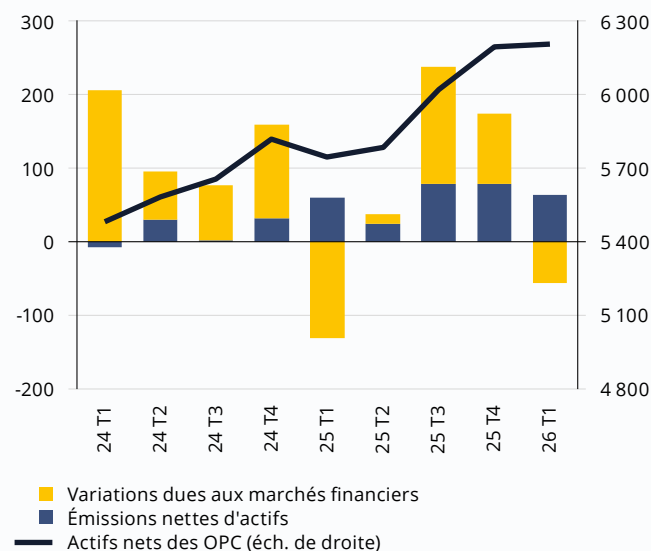
Sources : Commissariat aux assurances, STATEC

Graphique 2.10

Les émissions nettes dans les fonds d'investissement progressent, mais les valorisations se replient

En Mia EUR

En Mia EUR



Source : CSSF

Un environnement financier semé d'incertitudes

Le secteur financier a dû composer en 2025 entre les effets de la baisse des taux et la volatilité des marchés boursiers liée aux incertitudes de la guerre commerciale américaine.

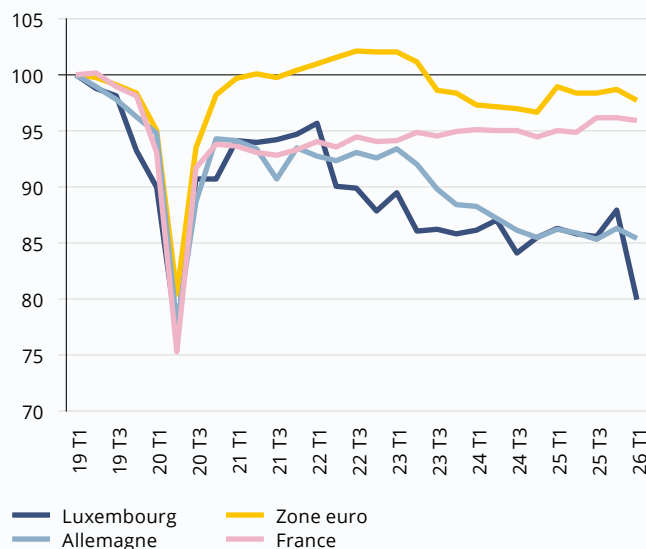
Les résultats des banques ont été amoindris par la réduction des marges d'intérêt, qui se sont repliées de 3% sur un an en 2025 (mais qui demeurent néanmoins deux fois plus élevées qu'en 2021). Les revenus nets sur commissions ont enregistré une progression modeste (+2.2% sur un an au 1^{er} semestre), la hausse concernant surtout les banques dépositaires pour les fonds d'investissement (grâce à la bonne tenue de ces derniers). Les actifs des organismes de placement collectif ont en effet progressé de 6.5% sur un an en 2025, portés par les valorisations mais aussi et surtout par la remontée des émissions nettes dans les fonds obligataires, monétaires et, dans une moindre mesure, dans les fonds en actions. L'assurance vie en unité de compte a aussi bénéficié du dynamisme des marchés boursiers (+11% de primes encaissées sur un an en 2025), au détriment des produits à rendement garanti, moins attractifs avec la baisse des taux (-2% sur un an). Cet effet semble toutefois se dissiper sur les derniers trimestres (cf. graphique 2.9). Les primes encaissées en assurance non-vie affichent un repli qui s'explique en partie par la fusion d'une société avec une entreprise allemande (qui ne relève donc désormais plus de l'économie luxembourgeoise).

Un an après les premières annonces de hausse des tarifs douaniers américains, les marchés boursiers ont à nouveau été déstabilisés par les tensions géopolitiques, avec le déclenchement de la guerre en Iran et le blocage du détroit d'Ormuz. Les valorisations et les émissions nettes dans les fonds d'investissement ont chuté à la fin du 1^{er} trimestre 2026. La hausse de la volatilité en bourse a pu en revanche gonfler les commissions nettes perçues par les banques. Le repli des valorisations boursières semble avoir été assez bref, mais il pourrait s'aggraver en cas de prolongation du conflit (cf. chapitre 1). La politique monétaire pourrait aussi changer de cap en cas d'accélération de l'inflation, ce qui soutiendrait les marges des banques et les produits d'assurance vie à rendements garantis, mais qui pèserait sur le volume d'actifs.

Graphique 2.11

Rechute de la production industrielle au 1^{er} trimestre...

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

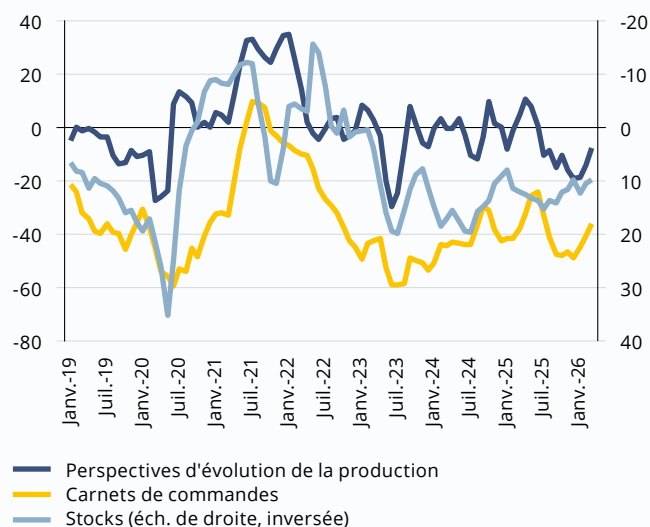


Sources : Eurostat, STATEC (données désaisonnalisées)

Graphique 2.12

... mais des signaux un peu plus positifs à l'entrée du printemps, encore isolés

Composantes de l'indicateur de confiance dans l'industrie, soldes d'opinions +/-



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

La production industrielle dévise au début de 2026

La production industrielle au Luxembourg s'est inscrite en hausse de 0.9% sur l'ensemble de 2025, un résultat supérieur à celui de l'Allemagne (-0.9%), de la France (+0.7%) ou de la zone euro (si l'on exclut la contribution exceptionnelle de l'Irlande⁶). Cette hausse de la production au Luxembourg l'année passée doit beaucoup aux bons chiffres du 4^e trimestre, soutenus en particulier par les biens d'équipement et, dans une moindre mesure, des produits de l'industrie textile. Dans ces deux domaines, on observe un net contrecoup à la baisse au 1^{er} trimestre⁷ 2026, qui, associé à un repli marqué de la fabrication de produits métalliques, viennent plomber le résultat d'ensemble.

Une remontée récente de la confiance des industriels du Luxembourg, loin d'être généralisée

À l'échelle de la zone euro, la confiance des industriels a suivi une tendance de redressement tout au long de 2025, mais sans rejoindre des niveaux compatibles avec une véritable reprise de la production. Les enquêtes de conjoncture des premiers mois de 2026 renvoient des signaux plutôt positifs, avec une stabilisation de la confiance dans l'enquête harmonisée de la Commission européenne et même une amélioration de l'indice PMI de l'activité manufacturière jusqu'en avril, qui a rejoint la zone d'expansion depuis mars (alors que l'indice correspondant pour les activités de services a significativement baissé depuis mars et se retrouve même en zone de contraction en avril).

Au Luxembourg, la confiance des industriels avait à l'inverse eu tendance à se dégrader en 2025, mais elle montre un certain rebond depuis février 2026. Ce mouvement provient surtout du domaine de la métallurgie⁸, avec des perspectives d'évolution de la production en hausse et des carnets de commandes apparemment mieux remplis. À moindre échelle, les domaines de la chimie et des produits du caoutchouc et plastique montrent aussi des signes d'amélioration sur les derniers mois. Cependant, dans les autres catégories de l'industrie, aucun signe de rétablissement en vue (et des opinions qui continuent notamment à se détériorer du côté des produits métalliques). Trait commun à la plupart des types d'industrie, les perspectives en matière de prix de vente, nettement orientées à la hausse sur les derniers mois, sans aucun doute en lien avec la remontée du prix des matières premières.

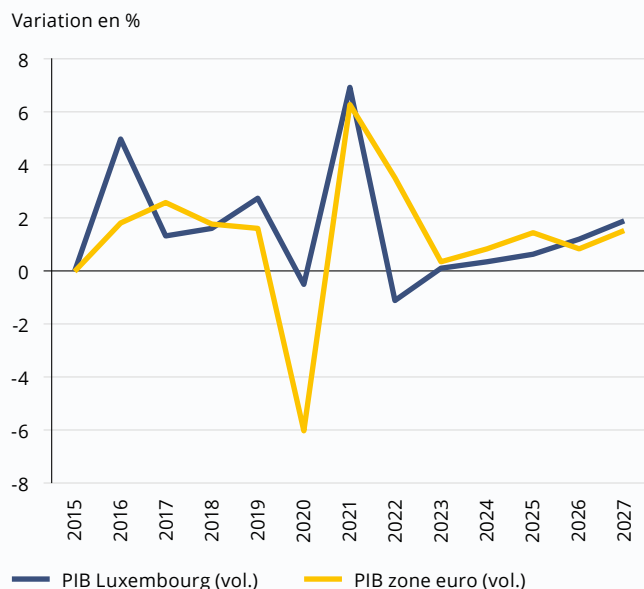
⁶ La production industrielle de la zone euro a augmenté de 1.6% en 2025, mais ce résultat doit beaucoup à la performance inédite de l'Irlande (+18%, surtout grâce à l'industrie pharmaceutique, dont la production et les exportations avaient fortement accéléré au 1^{er} semestre en anticipation du relèvement des droits de douane américains). Hors Irlande, la production de la zone euro s'est rétractée de 0.4% en 2025.

⁷ Les données du 1^{er} trimestre sont encore provisoires (estimation rapide pour le mois de mars).

⁸ La métallurgie regroupe la sidérurgie, la première transformation de l'acier, la production de métaux non ferreux et la fonderie, et représente environ 17% de la production industrielle totale.

Graphique 2.13

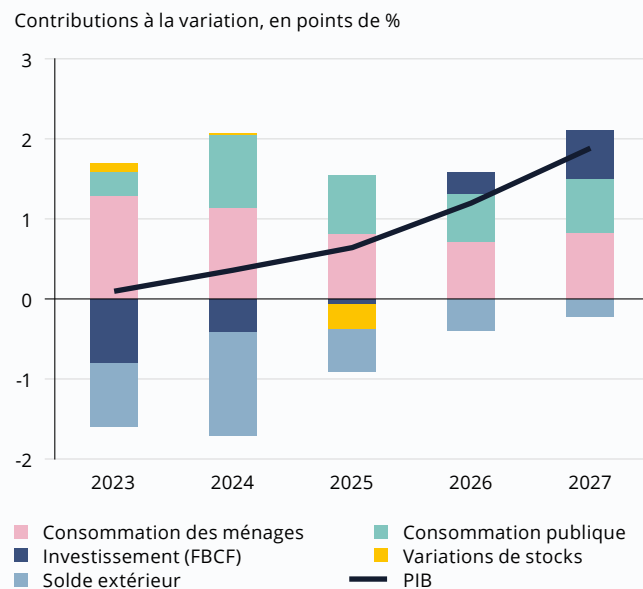
Une activité légèrement plus dynamique que dans la zone euro sur l'horizon de prévision...



Sources : STATEC, Oxford Economics (2026-2027 : prévisions)

Graphique 2.14

... mais toujours freinée par l'environnement extérieur



Source : STATEC (données en volume, 2026-2027 : prévisions)

Des conditions extérieures fragiles qui limitent la reprise de l'activité

Sur l'horizon de prévision, l'environnement international resterait peu porteur pour l'économie luxembourgeoise. Après le redressement observé en 2025, la croissance de la zone euro ralentirait nettement en 2026 (0.8%), avant de se raffermir en 2027 (1.5%) (cf. graphique 2.13). Cette impulsion extérieure limitée en 2026 affecterait directement les branches les plus exposées à la demande européenne (industrie, services aux entreprises, transports et logistique), avant une amélioration plus tangible en fin d'horizon.

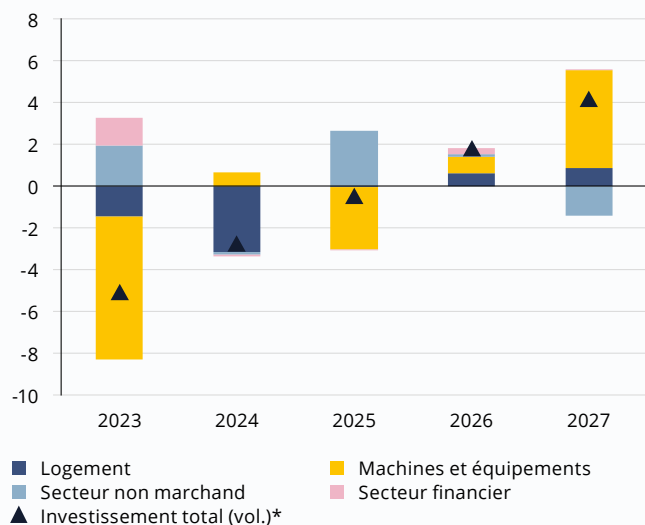
Les conditions de financement resteraient peu accommodantes, voire se durciraient légèrement : les taux courts se stabiliseraient autour de 2.3%, tandis que les taux longs remonteraient progressivement, jusqu'à 3.3% en 2027, ce qui limiterait l'effet de soutien à l'investissement productif et aux branches les plus exposées au coût du crédit (construction, immobilier, secteur financier). Ce contexte pèserait également sur les marchés financiers, dont l'orientation resterait toutefois favorable, mais s'atténuerait progressivement : l'Euro Stoxx 50 progresserait encore de 7% en 2026 avant de ralentir nettement à +2% en 2027. À ces facteurs s'ajoutent les tensions géopolitiques au Moyen-Orient, qui pèsent sur les perspectives d'activité via les coûts énergétiques, les chaînes d'approvisionnement et le pouvoir d'achat.

Dans ce contexte, le PIB en volume progresserait de 1.2% en 2026 et de 1.9% en 2027 (cf. graphique 2.14), soit moins que les 1.7% et 2.1% retenus dans la dernière Note de conjoncture (2-2025). La révision à la baisse, particulièrement marquée pour 2026 (-0.5 point de %), s'explique principalement par la détérioration de l'environnement international : la contribution du solde des échanges extérieurs deviendrait négative à la fois pour les biens et les services non financiers, reflétant un affaiblissement plus large de la demande étrangère adressée au Luxembourg.

Graphique 2.15

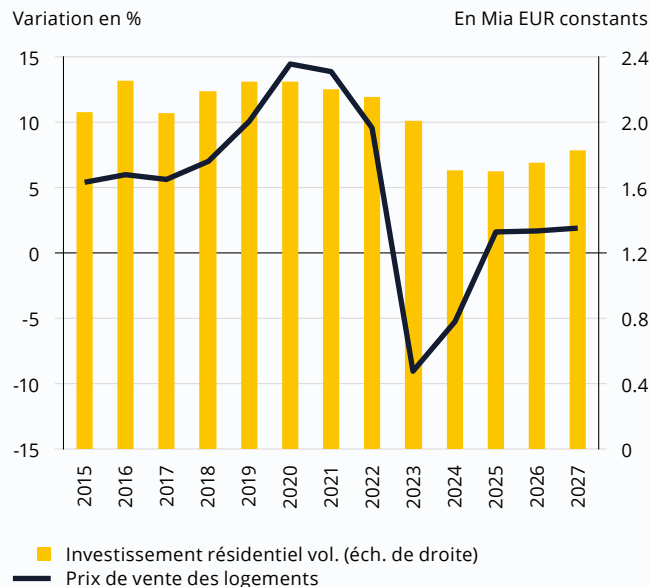
L'investissement progresserait de nouveau à partir de 2026

Contributions à la variation, en points de %



* FBCF – Formation brute de capital fixe
Source : STATEC (2026-2027 : prévisions)

Graphique 2.16

Le segment résidentiel connaîtrait une reprise, mais pas un rétablissement

Source : STATEC (2026-2027 : prévisions)

Une demande intérieure soutenue par la consommation et une reprise progressive de l'investissement

La consommation privée continuerait de soutenir l'activité, avec une croissance proche de 2% par an. Elle bénéficierait d'une amélioration de l'emploi (croissance proche de 1.8% par an) et de l'épargne élevée (14.4% en 2025), même si le rythme resterait contenu au regard des performances passées.

L'investissement (formation brute de capital fixe – FBCF) contribuerait également au redressement de l'activité, avec un rebond d'environ 2% en 2026 et 4% en 2027, après plusieurs années pénalisées par le durcissement des conditions de financement (cf. graphique 2.15). Le ratio d'investissement des branches marchandes non financières se stabiliserait néanmoins à un niveau historiquement faible, proche de 16%. L'accélération attendue en 2027 repose notamment sur de nouvelles acquisitions d'avions.

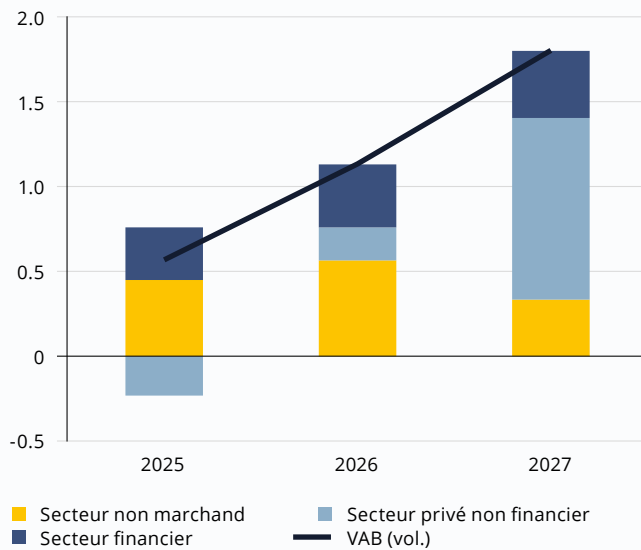
L'investissement résidentiel afficherait une progression annuelle inférieure à 5% en 2026 comme en 2027 (cf. graphique 2.16). Il ne retrouverait ainsi qu'environ 80% de son niveau de 2019, alors que la population a augmenté de 9% sur la même période. Rapporté à la population, l'effort d'investissement résidentiel se situerait donc à environ 73% de son niveau pré-crise, indiquant un écart persistant entre la production de nouveaux logements et les besoins liés à l'expansion démographique.

Du côté public, l'investissement se stabiliserait en 2026 (+0.4% en volume) avant un repli en 2027 (-4.4%), tandis que la consommation publique progresserait sensiblement (3.0% en 2026 et 3.4% en 2027). La demande publique jouerait au total encore un rôle de soutien significatif sur l'ensemble de l'horizon.

Graphique 2.17

La valeur ajoutée du secteur privé non financier repartirait à la hausse...

Contributions à la variation, en points de %

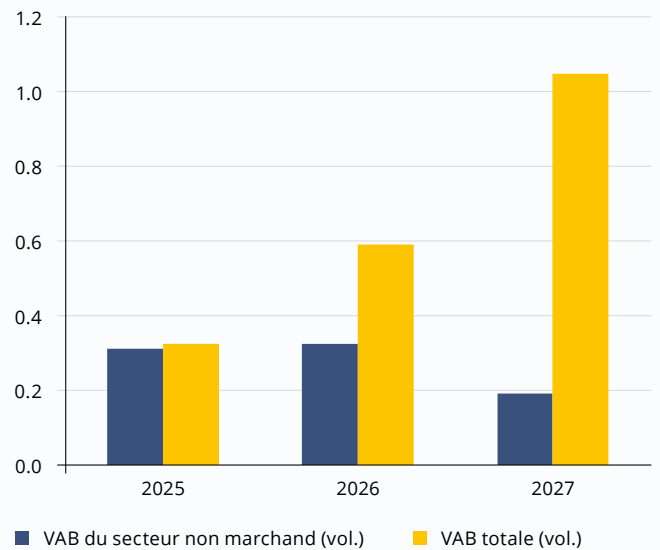


Source : STATEC (2026-2027 : prévisions)

Graphique 2.18

... après plusieurs années durant lesquelles l'activité a surtout été portée par le secteur public

Variation en Mia EUR



Source : STATEC (2026-2027 : prévisions)

Une reprise encore largement tirée par les activités non marchandes en 2026, mais davantage par les autres branches en 2027

Du côté de l'offre, la reprise de l'activité resterait très hétérogène selon les branches. La valeur ajoutée des branches marchandes non financières progresserait à peine en 2026 (+0.3%), prolongeant la phase de faiblesse observée depuis 2023, avant un redressement plus net en 2027 (+1.9%). Cette normalisation reposerait sur une amélioration de l'emploi marchand – déjà perceptible sur les premiers mois de 2026 – et un raffermissement progressif de la demande extérieure adressée aux services non financiers.

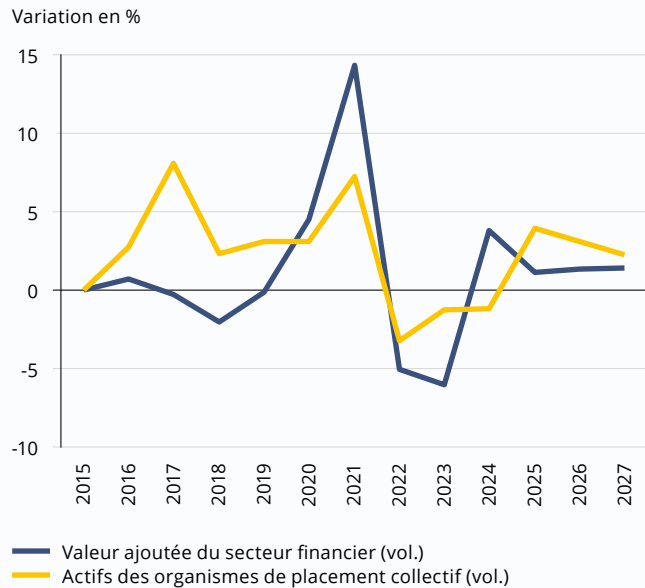
La progression de la valeur ajoutée resterait en revanche fortement soutenue par les branches non marchandes, qui afficheraient une hausse de 3.6% en 2026, avant de ralentir à 2.1% en 2027, tout en demeurant dynamiques (cf. graphique 2.18). Cette trajectoire est cohérente avec l'évolution de l'emploi dans ce secteur, qui progresserait de 4.1% en 2026. Au total, l'économie resterait portée en 2026 par les branches non marchandes et le secteur financier (cf. section suivante), tandis que le relais des activités marchandes non financières n'interviendrait qu'en 2027.

Le secteur financier continuerait de soutenir la croissance de la valeur ajoutée

Le secteur financier devrait apporter une contribution positive à la croissance économique en 2026 et 2027, à hauteur de 0.4 point de % par an. Cette contribution reste inférieure au pic exceptionnel de 2024 (plus de 1 point de %, porté par la hausse des marges d'intérêt), mais marque un net redressement après les contributions fortement négatives enregistrées durant la crise énergétique de 2022-2023 (-1.5 et -1.7 point de % respectivement). Elle se situe globalement en ligne avec la moyenne historique de long terme du secteur (environ 0.3 point de % par an sur 2010-2025).

Graphique 2.19

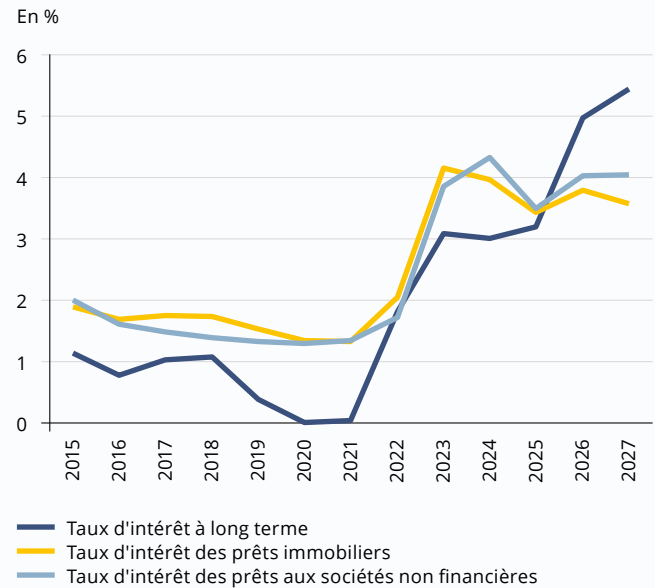
La valeur ajoutée du secteur financier poursuivrait à un rythme similaire à celui de 2025



Source : STATEC (2026-2027 : prévisions)

Graphique 2.20

Un contexte de taux d'intérêt encore relativement élevés



Source : STATEC (2026-2027 : prévisions)

La valeur ajoutée réelle du secteur progresserait de 1.3% en 2026 et 1.4% en 2027, portée par deux dynamiques principales :

- Les marges d'intérêt bancaires resteraient soutenues par le maintien de taux d'intérêt élevés, nettement supérieurs à ceux observés entre 2015 et 2021, période durant laquelle les marges étaient comprimées ;
- L'industrie des fonds d'investissement continuerait de croître à un rythme proche de sa moyenne historique (3.1% en 2026 et 2.3% en 2027), cohérent avec une stabilisation des conditions financières. Ce ralentissement par rapport à 2025 reflète l'atténuation progressive du soutien apporté par les marchés boursiers, l'Euro Stoxx 50 freinant en 2027 (hypothèse technique).

Aperçu des risques à la hausse et à la baisse

Comme indiqué au chapitre 1, deux scénarios alternatifs élaborés par Oxford Economics encadrent la prévision centrale, qui demeure particulièrement incertaine dans le contexte du conflit en Iran.

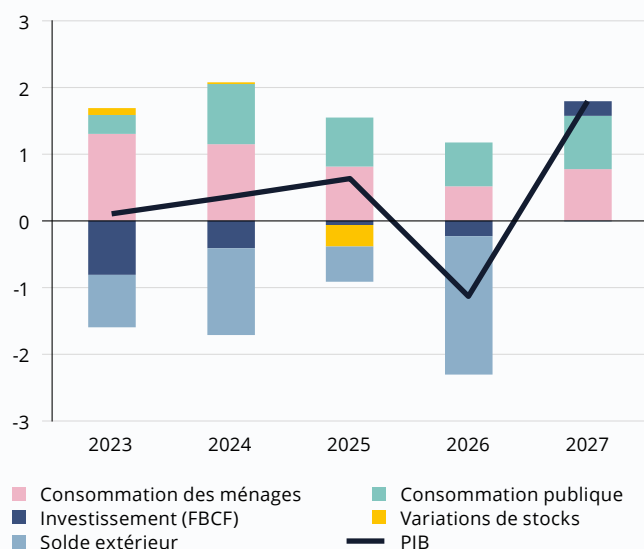
Le scénario défavorable « Guerre en Iran prolongée » suppose une fermeture du détroit d'Ormuz pendant 6 mois (au lieu d'une réouverture en mai dans le scénario central) et un Brent maintenu à 125 USD/baril en moyenne en 2026. À l'échelle mondiale, ce choc se traduirait par une contraction de la demande de biens (-1.4% en 2026, -3.1% en 2027) et une croissance atone pour la demande de services (+1.2% en 2026, +1.5% en 2027). La zone euro entrerait en récession en 2026 (-0.3%) avant une quasi-stagnation en 2027 (+0.2%).

Pour le Luxembourg, l'effet d'amplification typique d'une petite économie ouverte se matérialiserait : le PIB réel reculerait d'environ 1% en 2026, avant de rebondir à 1.8% en 2027 lorsque les prix de l'énergie se normaliseraient (cf. tableau 2.3). L'ampleur du recul est comparable à celle de 2022, mais l'environnement macroéconomique est aujourd'hui plus favorable : le marché du travail est moins tendu, les chaînes d'approvisionnement se sont normalisées et le choc énergétique se concentre actuellement sur les carburants plutôt que sur le gaz.

Graphique 2.21

Contributions à la croissance par composante de la demande (guerre prolongée en Iran)

Contributions à la variation, en points de %

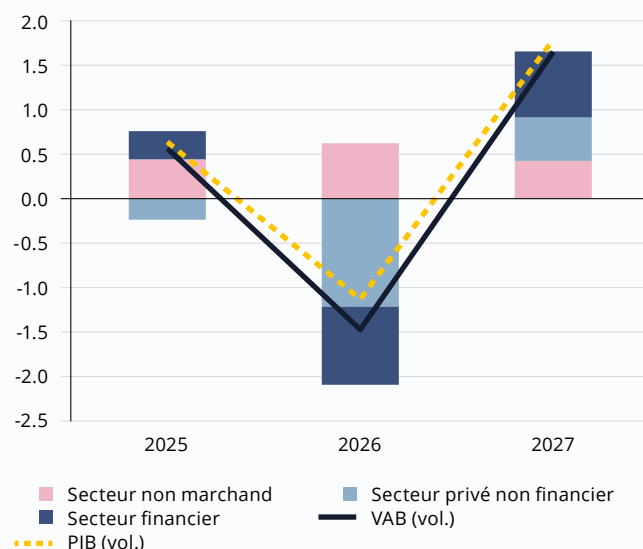


Source : STATEC (données en volume, 2026-2027 : prévisions)

Graphique 2.22

Contributions à la croissance par secteur (guerre prolongée en Iran)

Contributions à la variation, en points de %



Source : STATEC (données en volume, 2026-2027 : prévisions)

Le pic d'inflation resterait ainsi nettement inférieur à celui de 2022 (4% contre 6%, cf. chapitre 3), ce qui limite la transmission du choc à l'ensemble de l'économie.

Le scénario de guerre en Iran prolongée : décomposition des canaux de transmission

Le recul du PIB réel d'environ 1% en 2026 dans le scénario défavorable résulterait de trois canaux principaux, dont l'amplification reflète la spécificité luxembourgeoise de petite économie ouverte (cf. graphique 2.22). À titre de référence, la zone euro entrerait en récession, mais avec seulement un recul de 0.3% du PIB en 2026.

Le canal commercial est de loin le plus marqué, retranchant 2.3 points de % à la croissance du PIB en 2026. Un choc d'offre sur le pétrole dégrade les termes de l'échange des pays importateurs : les prix des importations augmentent plus rapidement que ceux des exportations, ce qui pèse sur l'activité chez la plupart des partenaires commerciaux du Luxembourg, tous importateurs nets de pétrole. La demande étrangère adressée au Luxembourg s'en trouve significativement réduite. L'effet est amplifié par le poids du commerce extérieur dans l'économie luxembourgeoise : les exportations représentent 192% du PIB en 2025.

Le canal de l'investissement retrancherait 0.2 point de % à la croissance en 2026. La hausse de l'incertitude conduit les entreprises à reporter leurs projets, tandis que l'épargne de précaution des ménages augmente et que la baisse des revenus réels pèse sur leur demande de crédit. L'investissement productif des entreprises comme l'investissement résidentiel des ménages reculeraient en 2026, avant un retour graduel à la normale en 2027.

Le canal de la consommation reflète l'érosion du pouvoir d'achat des ménages. La hausse des prix de l'énergie alimente l'inflation domestique, accroît les taux d'intérêt sur les crédits à la consommation et – comme indiqué aux chapitres 1 et 3 – renchérit également les intrants agricoles, soutenant les prix alimentaires. Ces effets convergent pour réduire le revenu disponible réel, en particulier pour les ménages modestes dont les dépenses énergétiques et alimentaires pèsent davantage dans le budget. La contribution de la consommation à la croissance passerait ainsi de +0.9 point de % (scénario central) à +0.7 point de % en 2026, soit une perte de 0.2 point de %.

Tableau 2.3

Principales évolutions macroéconomiques

	Scénario central				Guerre en Iran prolongée ¹		Boom de l'IA ²	
	1995-2024	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027
Évolution en % sauf si spécifié différemment								
Principaux agrégats								
PIB valeur (mia EUR)		89.52	93.78	98.91	92.42	99.82	94.15	99.70
Idem, évolution en %	6.2	3.9	4.8	5.5	3.2	8.0	5.2	5.9
RNB (mia EUR)		60.98	63.40	66.55	62.18	66.10	63.71	67.40
Idem, évolution en %	4.9	8.2	4.0	5.0	2.0	6.3	4.5	5.8
PIB potentiel (vol.) ³	3.0	1.1	1.2	1.4	1.2	1.4	1.2	1.4
Écart de production (% du PIB pot.) ³	0.0	-2.8	-2.8	-2.3	-5.1	-4.7	-2.5	-1.5
PIB vol.	2.9	0.6	1.2	1.9	-1.1	1.8	1.5	2.4
Emploi total intérieur	3.0	1.2	1.7	1.9	0.7	1.1	1.8	2.1
Taux de chômage (% de la pop. act.)	4.6	6.0	6.3	6.2	6.6	6.7	6.2	6.2
Indice des prix à la consommation (IPCN)	2.1	2.3	2.5	1.7	4.0	2.4	2.6	1.9
Échelle mobile des salaires	2.0	1.7	2.3	2.7	3.2	4.0	2.5	3.3
Coût salarial moyen	3.6	4.4	3.1	2.8	3.4	3.5	3.3	3.4
Émissions de gaz à effet de serre ⁴	-2.3	-7.7	-2.4	-5.3	-4.1	-5.4	-2.4	-5.6
Finances publiques								
Recettes totales	6.4	2.5	5.5	4.8	4.0	6.5	5.9	5.6
Dont : impôts	6.6	2.7	5.8	4.9	3.9	5.9	6.2	5.6
Dépenses	6.5	8.8	5.1	5.6	6.0	6.7	5.2	6.1
Solde public (% du PIB)	1.5	-2.0	-1.8	-2.1	-2.9	-3.0	-1.7	-1.9

¹ Dans ce scénario défavorable, l'aggravation du conflit au Moyen-Orient entraîne une chute critique des stocks de pétrole et une augmentation prononcée de l'inflation mondiale, pesant sur les marchés financiers et nuisant à l'activité économique. ² Dans ce scénario favorable, l'essor et l'adoption de l'IA s'accroissent et la politique monétaire américaine s'assouplit, dynamisant les cours boursiers et l'activité économique mondiale. ³ Pas de différence entre les différents scénarios pour la croissance potentielle. ⁴ Évolution annuelle moyenne 2005-2024 ; émissions de gaz à effet de serre (GES) attribuées au Luxembourg, i.e. hors émissions des entreprises soumises au système européen d'échange de quotas d'émissions (EU-ETS en anglais).
Source : STATEC (2026-2027 : prévisions)

En 2027, ces effets s'atténueraient progressivement : la consommation et l'investissement reviendraient à leur trajectoire de moyen terme, et la croissance rebondirait à 1.8%.

L'analyse sectorielle confirme la prédominance du canal commercial (cf. graphique 2.22). Le secteur privé non financier (industrie, services aux entreprises) retrancherait 1.2 point de % à la croissance de la valeur ajoutée totale en 2026⁹ : la demande étrangère qui lui serait adressée passerait de +3% en 2025 à -0.3% en 2026, entraînant une contraction des exportations de 1.1% en 2026 et 0.4% en 2027. Le secteur financier contribuerait également négativement (-0.9 point de %), avec une contraction de sa valeur ajoutée plus marquée (-3.2%) que celle du secteur privé non financier (-2.1%). Ce repli plus prononcé s'explique principalement par la chute attendue des marchés boursiers – l'Euro Stoxx 50 reculerait de 10% en 2026, soit davantage qu'au déclenchement de la guerre en Ukraine (-6.4% en 2022) – ce qui affecte directement l'industrie des fonds. Seul le secteur non marchand continuerait de soutenir la croissance dans ce scénario.

Les risques baissiers prédominant

Le scénario favorable « Boom de l'IA » suppose une durée du conflit en Iran similaire à celle du scénario central, mais une adoption accélérée de l'IA combinée à un assouplissement monétaire américain (-100 points de base). Cela stimule les investissements liés à l'IA aux États-Unis, soutient les marchés boursiers et accélère la demande mondiale de services (+1.6% en 2026, +2.9% en 2027). L'impact reste toutefois modeste pour la croissance en zone euro (+0.1 point de % en 2026, +0.3 point de % en 2027 par rapport au scénario central), reflétant un degré d'interaction plus limité avec l'écosystème américain de l'IA que d'autres régions du globe (notamment asiatiques). Pour le Luxembourg, le canal principal de transmission est celui de la demande extérieure adressée à l'industrie des fonds d'investissement : la croissance du PIB atteindrait 1.6% en 2026 (contre 1.2% dans le scénario central) et 2.4% en 2027 (contre 1.9%) (cf. tableau 2.3).

Au total, la balance des risques est nettement orientée à la baisse. L'écart à la prévision centrale est de -2.2 points de % de croissance en 2026 dans le scénario défavorable contre +0.4 point de % dans le scénario favorable. Cette asymétrie reflète le caractère plus contraignant et plus directement transmissible d'un choc énergétique persistant – qui se diffuse par les canaux commercial, financier et de pouvoir d'achat – par rapport à un choc technologique externe, dont les retombées sur l'Europe et le Luxembourg restent indirectes.

⁹ La valeur ajoutée brute réelle, plutôt que le PIB réel, est ici prise en considération, car les comptes sectoriels sont fondés sur la valeur ajoutée brute. En pratique, toutefois, la différence d'évolution entre les deux est faible (cf. graphique 2.22).