



Avis sur le projet de budget 2026 et le projet de loi sur la programmation financière pluriannuelle 2025-2029

Présentation à la Commission des Finances
1^{er} décembre 2025



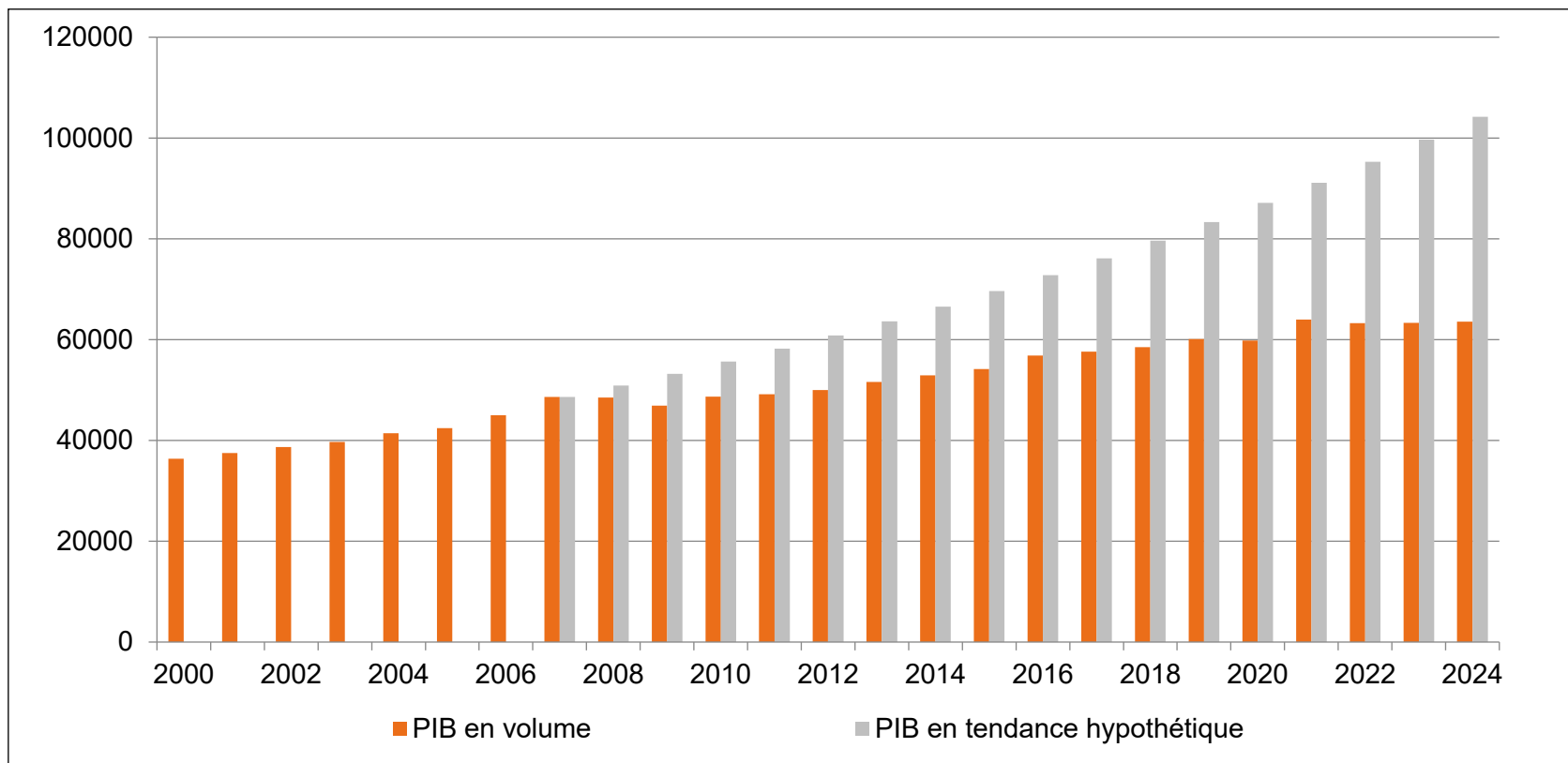


Sommaire

1. Le contexte macroéconomique
2. Le projet de budget 2026
3. Les recettes fiscales
4. Les dépenses publiques
5. La programmation pluriannuelle
6. La dette publique

1. Le contexte macroéconomique (1/17)

PIB en volume et tendance hypothétique d'avant-crise (2000-2007) (en millions d'euros à prix constants)



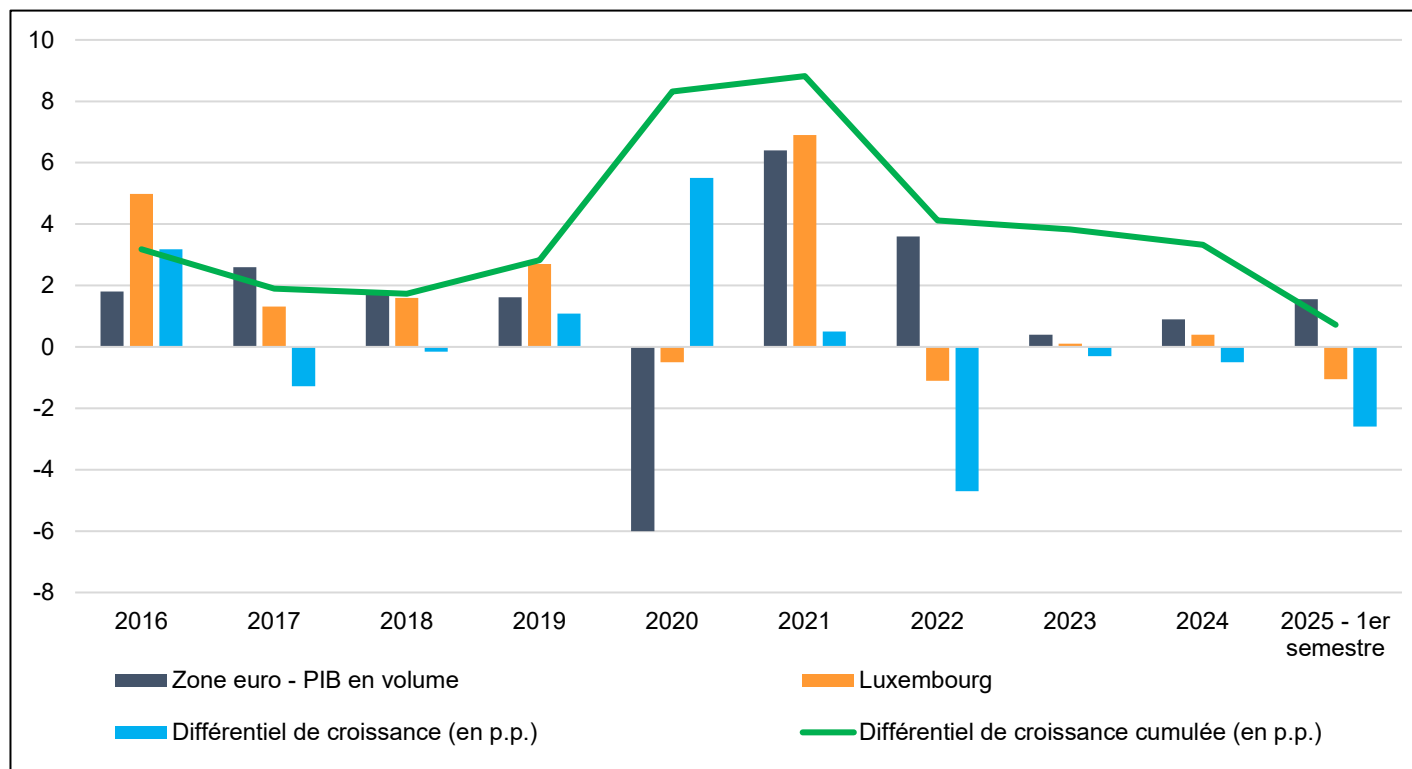
Sources : STATEC, calculs BCL

Note: La trajectoire hypothétique du PIB en volume depuis 2008 est calculée en appliquant au niveau observé de 2008 la croissance annuelle moyenne observée sur la période 2000-2007 (+4,6 %).

- La crise de 2008-2009 a été suivie par une perte de potentiel économique qui a persisté à travers la pandémie de COVID-19 et la crise énergétique.

1. Le contexte macroéconomique (2/17)

Croissance économique au Luxembourg et dans la zone euro (PIB en volume, en taux de variation annuel)



Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL.

Note: Le différentiel de croissance est calculé en retranchant le taux de variation de la zone euro du taux correspondant pour le Luxembourg.

- Croissance économique comparativement plus forte au Luxembourg que dans la zone euro en 2020-21. Scénario inverse sur la période 2022-24. Recul du PIB en volume au Luxembourg en 2022, mais pas dans la zone euro.
- Révisions des données de la comptabilité nationale (PIB en valeur, valeur ajoutée brute par branches) imputées largement aux prix et pas aux volumes.
- En 2027, le STATEC mettra en œuvre la révision «benchmark» harmonisée des comptes nationaux déjà effectuée en 2024 par tous les autres pays de l'UE. En conséquence, les chiffres à la base de la programmation financière pluriannuelle sont entourés d'une incertitude plus large qu'à la normale.

1. Le contexte macroéconomique (3/17)

Evolution de la croissance économique au Luxembourg et dans la zone euro

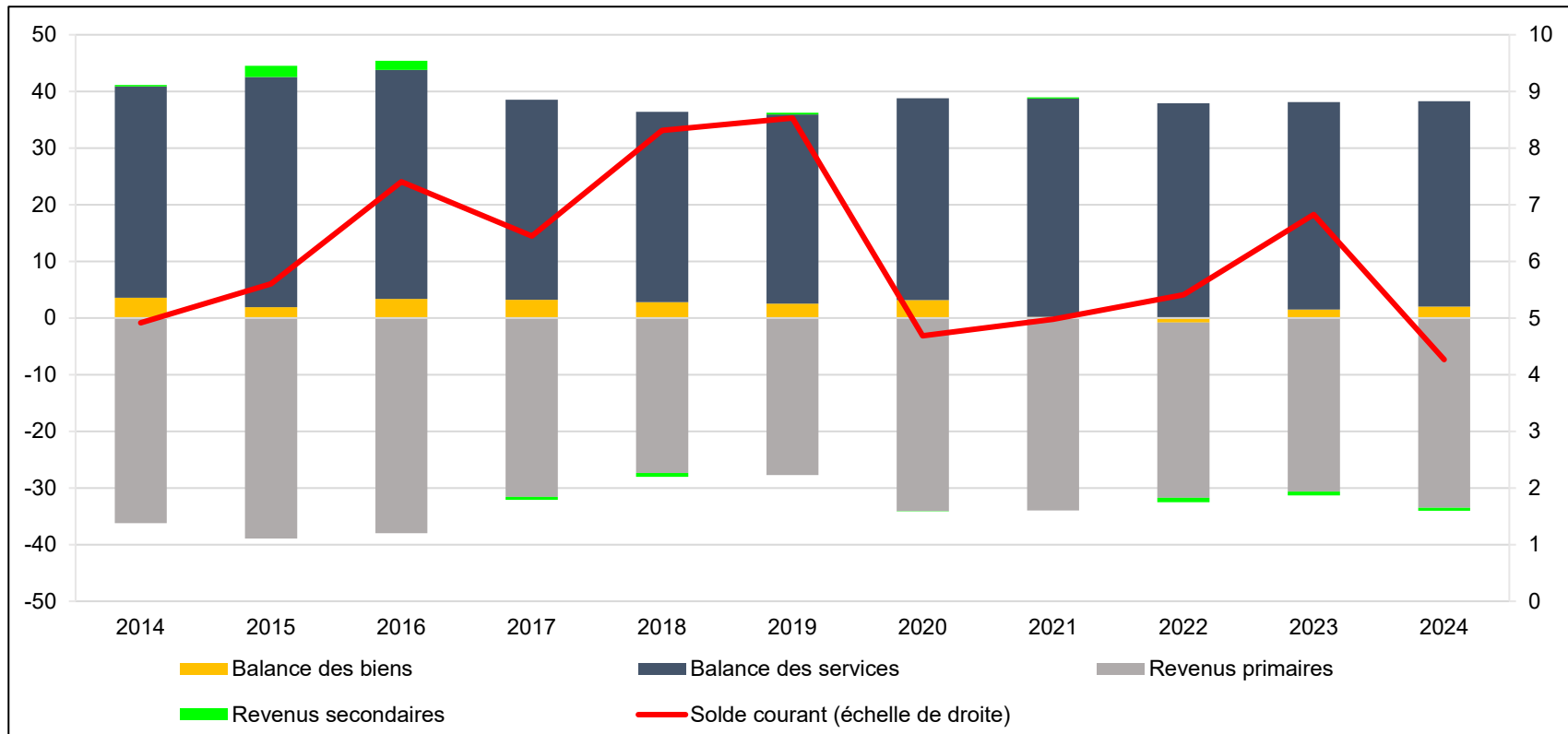
	Luxembourg			Zone euro		
	Taux de variation trimestriel (T-1)	Taux de variation annuel (T-4)	Taux de variation annuel	Taux de variation trimestriel (T-1)	Taux de variation annuel (T-4)	Taux de variation annuel moyen
2019-T1	0,3	1,4		0,7	1,9	
2019-T2	1,6	3,4		0,4	1,7	
2019-T3	0,6	3,1		0,2	1,8	
2019-T4	0,6	3,1	2,7	-0,1	1,2	1,6
2020-T1	-0,7	2,1		-3,3	-2,8	
2020-T2	-6,8	-6,3		-11,1	-13,9	
2020-T3	8,5	1,1		11,5	-4,2	
2020-T4	0,8	1,3	-0,5	0,4	-3,7	-6,0
2021-T1	2,9	4,9		0,8	0,3	
2021-T2	-0,1	12,5		2,2	15,3	
2021-T3	0,9	4,7		1,8	5,2	
2021-T4	2,1	6	6,9	0,8	5,6	6,4
2022-T1	-2,8	0,1		0,7	5,6	
2022-T2	-0,6	-0,5		0,9	4,3	
2022-T3	0,8	-0,6		0,4	3,0	
2022-T4	-0,7	-3,3	-1,1	0,0	2,1	3,6
2023-T1	0	-0,5		0,0	1,3	
2023-T2	0,4	0,5		0,2	0,6	
2023-T3	0,9	0,6		0,0	0,1	
2023-T4	-1,6	-0,3	0,1	0,1	0,2	0,4
2024-T1	2,7	2,4		0,3	0,5	
2024-T2	-1,1	0,8		0,2	0,5	
2024-T3	-1,9	-1,9		0,4	1,0	
2024-T4	0,4	0,1	0,4	0,4	1,3	0,9
2025-T1	0,7	-1,9		0,6	1,6	
2025-T2	0,6	-0,2		0,1	1,5	
2025-T3				0,2	1,3	

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL.

- **Données annuelles:** Luxembourg: Récessions « annuelles » (taux annuel moyen négatif) en 2020 et 2022 ; Zone euro: récession « annuelle » en 2020 de plus grande ampleur qu'au Luxembourg.
- **Données trimestrielles:** Luxembourg: Récessions « techniques » (deux trimestres consécutifs de variation trimestrielle négative) aux 1^{er} semestre 2020, 1^{er} semestre 2022 et 1^{er} semestre 2024; Zone euro: une récession « technique » seulement en 2020 mais stagnation entre les 4^{ème} trimestre 2022 et 2023.

1. Le contexte macroéconomique (4/17)

Les relations extérieures du Luxembourg avec le Reste du Monde Solde du compte courant (en % du PIB)

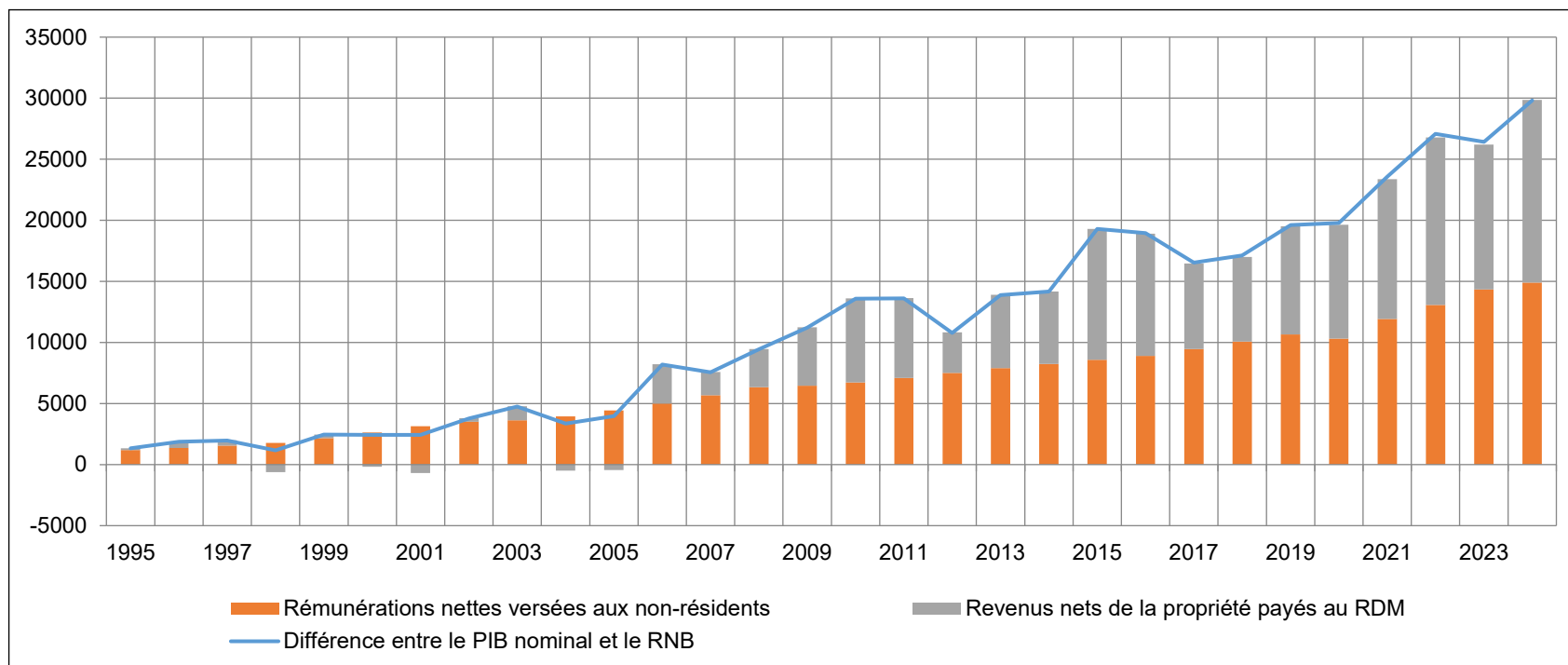


Sources : STATEC, calculs BCL.

- Solde du compte courant structurellement excédentaire de par un excédent structurel de la balance des services supérieur au déficit structurel des revenus primaires. Le déficit structurel des revenus primaires est à l'origine de la différence entre le PIB et le RNB.

1. Le contexte macroéconomique (5/17)

Décomposition de l'écart entre le PIB nominal et le RNB (en millions d'euros)

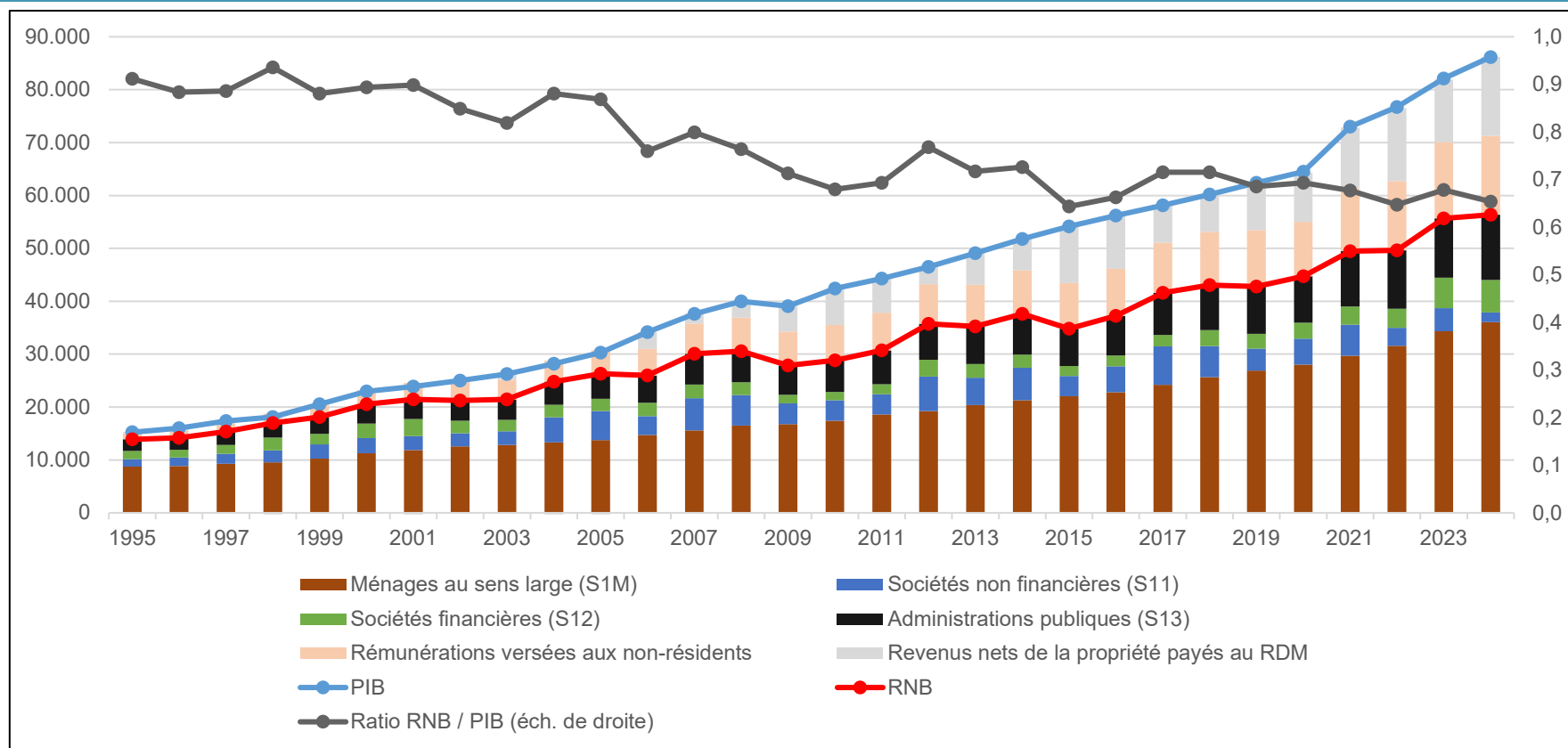


Sources : STATEC, calculs BCL

- L'écart entre le PIB et le RNB s'explique par les revenus primaires nets versés au reste du monde.
- Il s'agit de la rémunération des salariés non résidents et des revenus de la propriété versés aux non-résidents (nets des paiements reçus de l'étranger).
- La rémunération des salariés non résidents progresse avec l'emploi non résident, qui, en moyenne, est plus dynamique que l'emploi national et la population résidente.

1. Le contexte macroéconomique (6/17)

Evolution du PIB nominal et du RNB nominal (en millions d'euros)



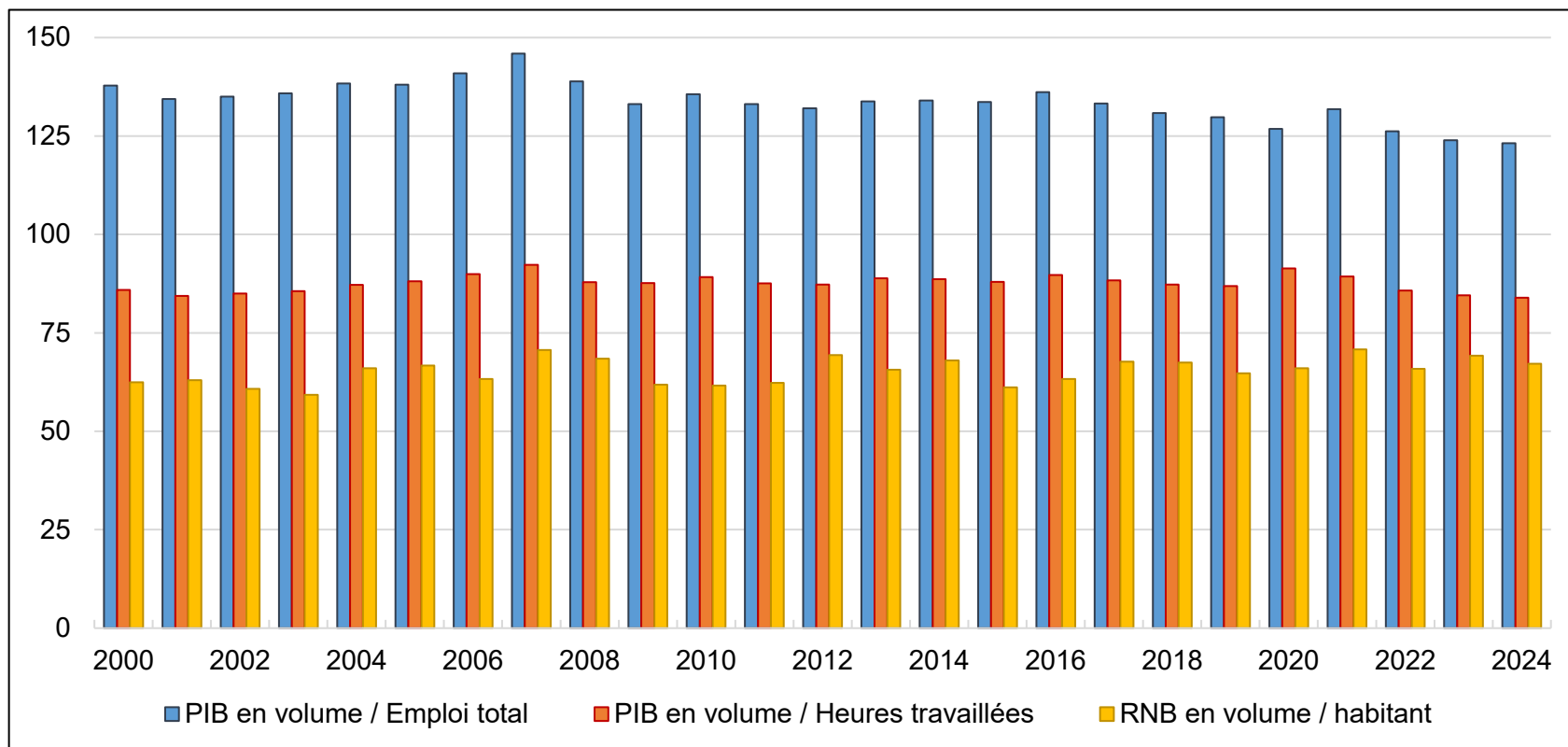
Source : STATEC

- A l'exception de l'année 2009, le PIB nominal n'a cessé de croître depuis 2000
- Par contre, le RNB a baissé six fois sur la même période (2002, 2006, 2009, 2013, 2015 et 2019).
- Depuis 2007, l'écart entre les deux agrégats s'est notablement accru, atteignant un maximum en 2024 (30 milliards d'euros).
- En 2024, le RNB a progressé de 8,7 % selon la documentation budgétaire, mais de seulement 1,2 % selon les données du STATEC publiées en octobre 2025, après le dépôt du projet de budget 2026.

1. Le contexte macroéconomique (7/17)

PIB en volume par employé et par heure travaillée

RNB en volume par habitant



PIB et RNB en volume (millions d'euros avec base 2015), Emploi (en milliers de personnes), Heures travaillées (en millions d'heures)

Sources : STATEC, calculs BCL

- PIB en volume / emploi **total** = indicateur de la productivité apparente du travail.
- RNB en volume / habitant = indicateur apparent du pouvoir d'achat économique des résidents.
- PIB en volume / emploi total: Recul depuis 2007.
- PIB en volume / heures travaillées: Recul depuis 2007.
- RNB en volume / habitant : Hausse depuis 2015.

1. Le contexte macroéconomique (8/17)

Décomposition comptable de l'évolution du RNB en volume par habitant (en %)

$$\frac{RNB}{P} = \frac{RNB}{PIB} \cdot \frac{PIB}{HT} \cdot \frac{HT}{L} \cdot \frac{L}{L_R} \cdot \frac{L_R}{P_A} \cdot \frac{P_A}{P_{AA}} \cdot \frac{P_{AA}}{P}$$

(1) (2) (3) (4) (5) (6) (7)

Avec RNB : revenu national brut en termes réels.

PIB : produit intérieur brut à prix constants.

HT : total des heures de travail prestées par an.

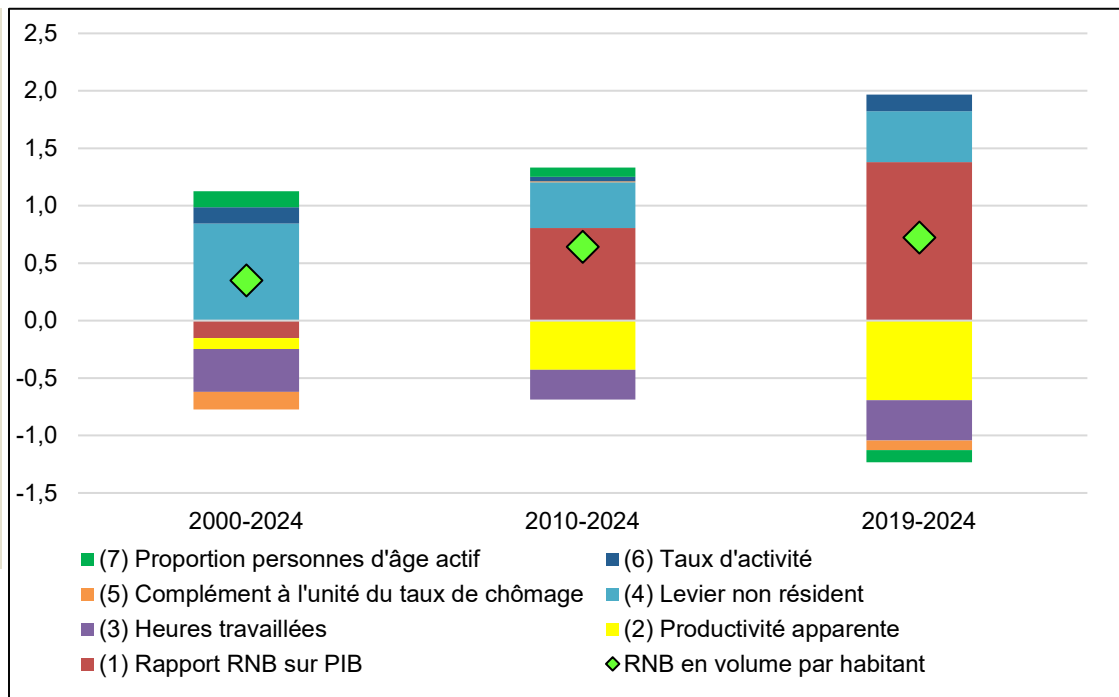
L_R : emploi résident.

L : emploi intérieur ($L = L_R + L_{NR}$, où L_{NR} est l'emploi frontalier net).

P_A : population active.

P_{AA} : population d'âge actif (personnes de 15 à 64 ans).

P : population résidente totale.

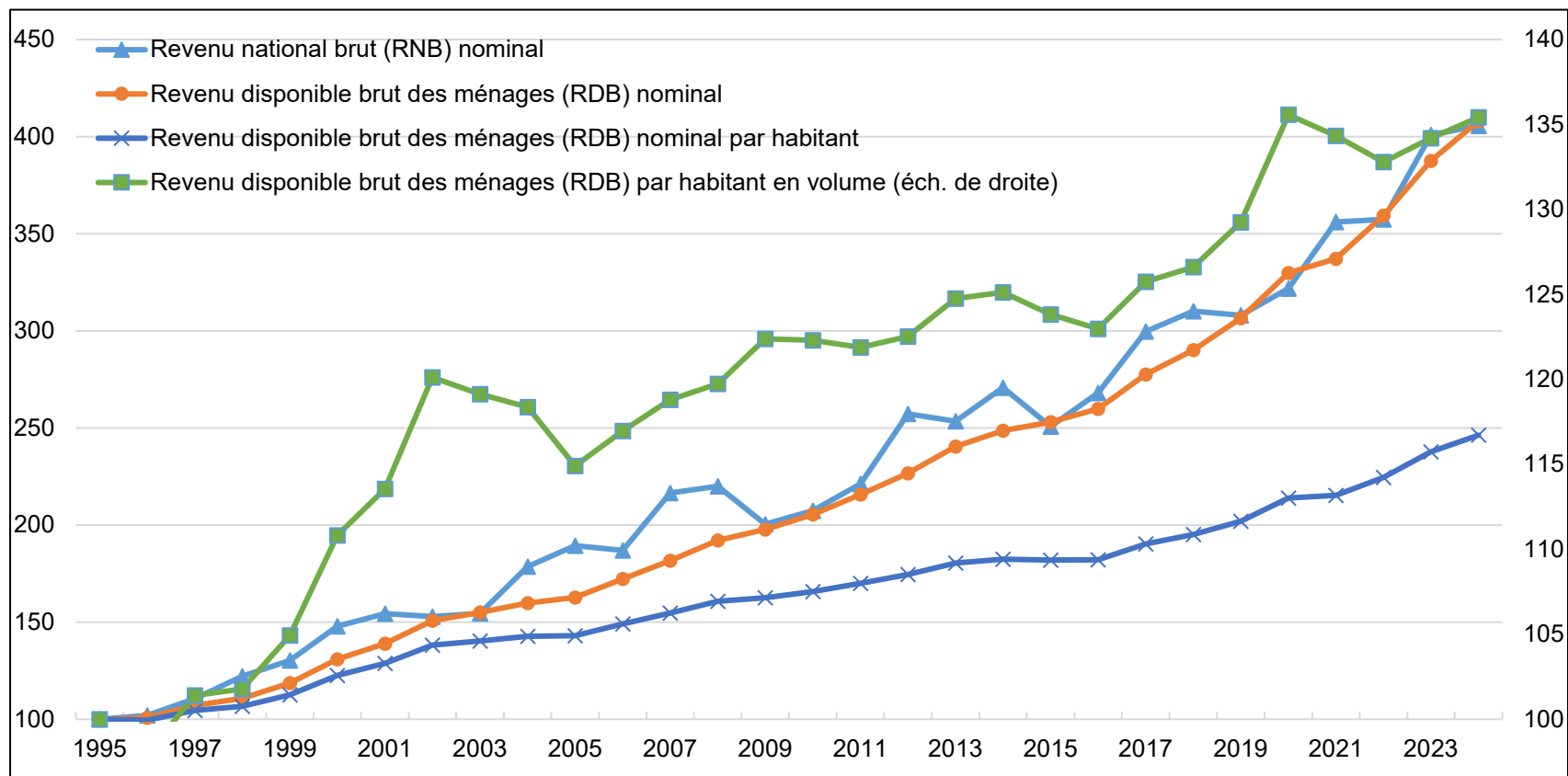


Note: Pour 2024, la valeur du RNB est basée sur les données d'octobre 2025 publiées après le dépôt du projet de budget. Il en résulte une hausse du RNB/P de 0,7 % en moyenne par an depuis 2019. Si on prenait en considération les données de la LPFP 2025-2029, la hausse moyenne du RNB/P s'établirait à 2,4 % en moyenne par an sur la période 2019-2024. La contribution du « Rapport RNB sur PIB » augmenterait de 1,6 p.p.
Sources : méthode et calculs BCL, STATEC

- Progression du RNB en volume par habitant depuis 2010 (0,6 % par an), après une stagnation sur la période 2000-2009.
- Hausse récente de par la progression plus rapide du RNB en volume que du PIB en volume ([1] +0,8 % par an) et d'un « levier non résident » toujours positif ([4] +0,4 %) et ce, malgré la baisse de de la productivité apparente du travail ([2] -0,4 %) et de la durée moyenne de travail ([3] -0,3 % par an).
- Les autres maillons de la décomposition n'ont que peu pesé: faible hausse de la proportion de personnes d'âge actif ([7] +0,1 %), stagnation du taux d'activité ([6]) et du taux de chômage ([5]). Voir l'encadré 2 dans l'Avis sur le projet de budget 2026 de la BCL.

1. Le contexte macroéconomique (9/17)

RNB, RDB, RDB par habitant et RDB en volume par habitant (1995=100)

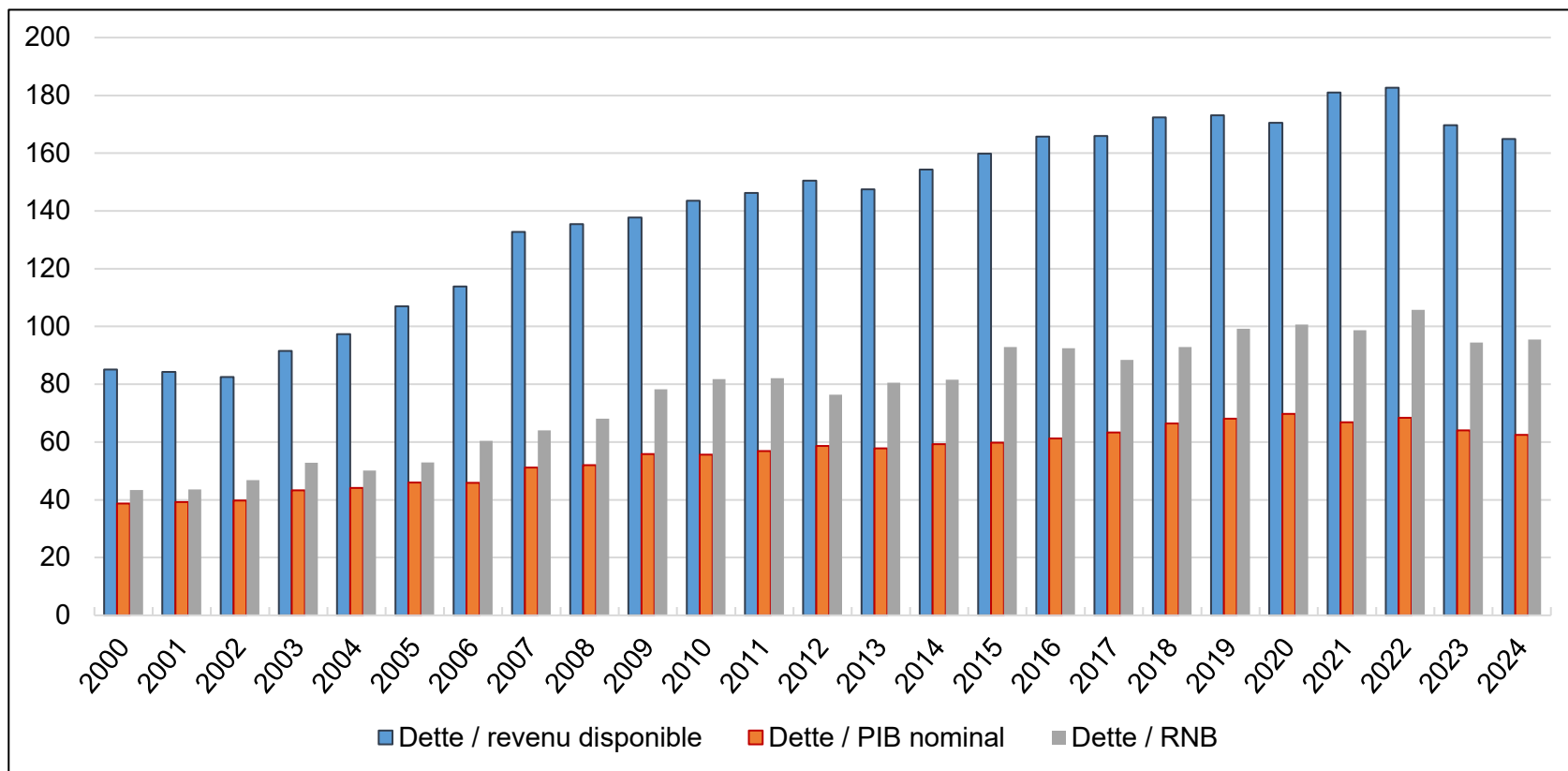


Sources : STATEC, calculs BCL

- Le RDB des ménages (+4,9 %) et le RNB (+5,0 %) ont des taux de croissance annuels moyens similaires.
- Le RDB des ménages est influencé par la progression du salaire horaire des résidents, de l'emploi national et de la durée moyenne de travail ainsi que par la politique budgétaire (prélèvements obligatoires et transferts sociaux).
- Le RDB en volume par habitant - le « pouvoir d'achat moyen » des habitants - a progressé de 0,7 % en moyenne par an au cours de la période 2010-2024. Sa progression a été particulièrement élevée en 2020.

1. Le contexte macroéconomique (10/17)

Endettement brut des ménages (en %)

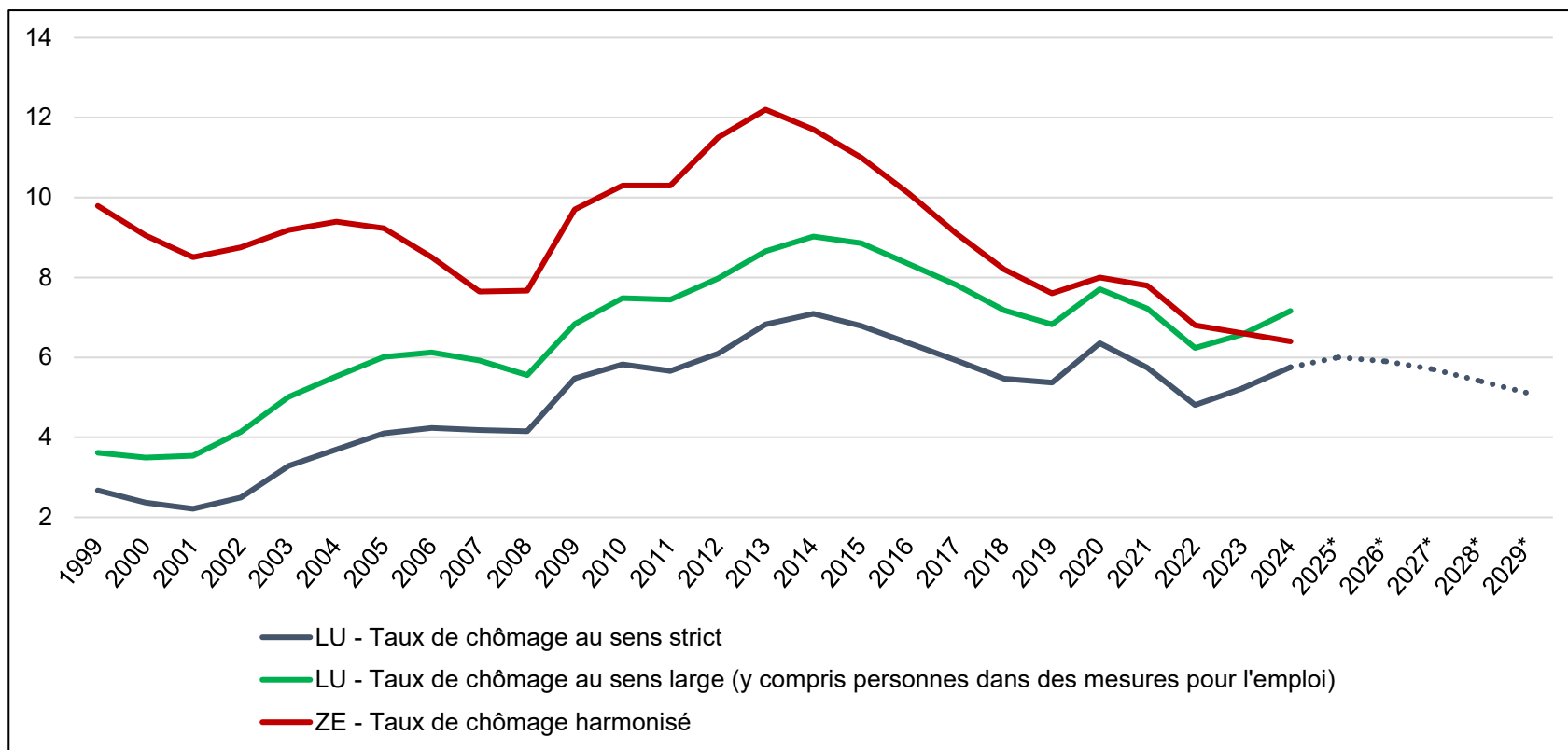


Sources : STATEC, calculs BCL

- Après une longue période de croissance, l'endettement brut des ménages a baissé en 2023 et 2024 lors de la crise conjoncturelle du marché immobilier.
- L'évolution et le niveau de la dette sont largement liés à l'acquisition par les ménages de logements dont les prix ont augmenté jusqu'en 2022.
- En conséquence, il s'élève actuellement à quelque 165 % du revenu disponible des ménages, un ratio très élevé dans une comparaison européenne.

1. Le contexte macroéconomique (11/17)

Taux de chômage (en % de la population active)



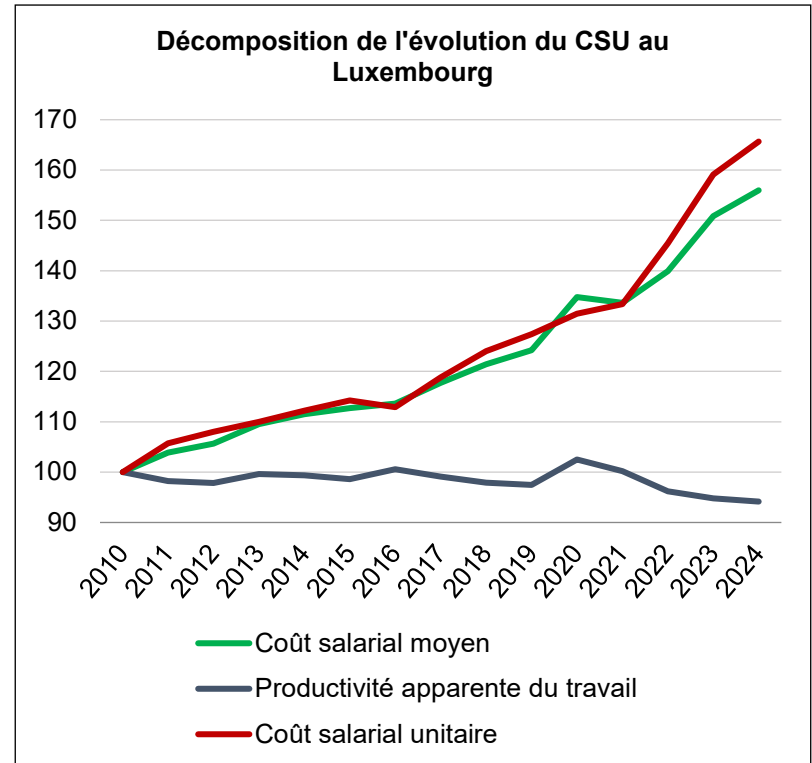
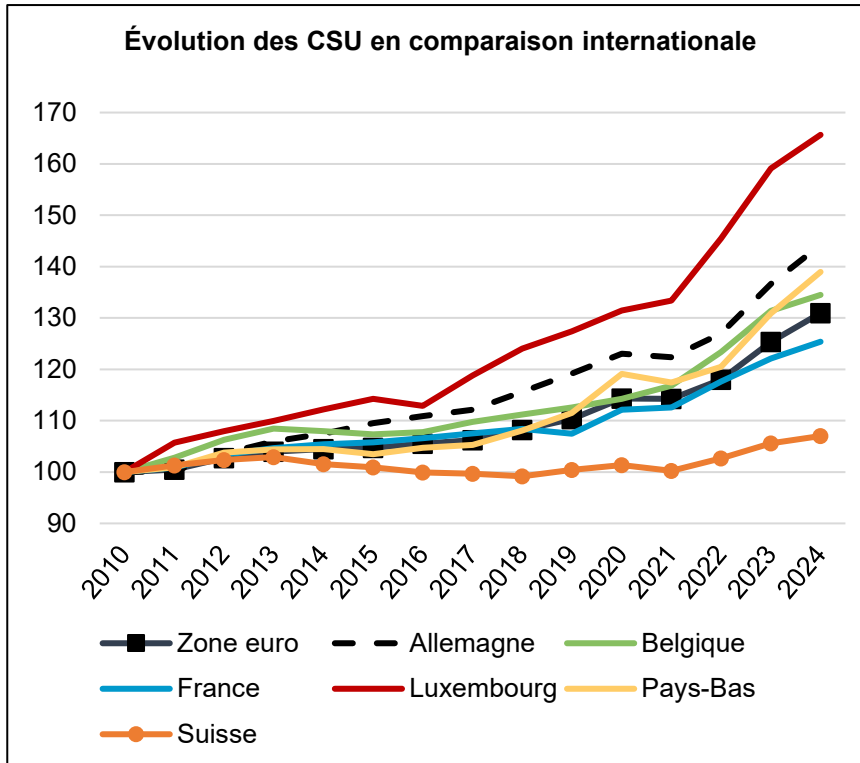
Note: * pour le Luxembourg, projections documents budgétaires.

Sources: BCE, Eurostat, STATEC, programmation pluriannuelle 2025-2029, calculs BCL

- Depuis 2013, recul du taux de chômage de 6 p.p. à moins de 7 % dans la zone euro (8,5 millions de chômeurs en moins).
- Le taux de chômage (au sens strict) a augmenté à 5,8 % en 2024 au Luxembourg et pourrait s'établir à 6 % en 2025, au-dessus de son niveau pré-pandémique mais encore inférieur au taux moyen observé entre 2009 et 2019 (6,1 %).

1. Le contexte macroéconomique (12/17)

Coûts salariaux unitaires (CSU)

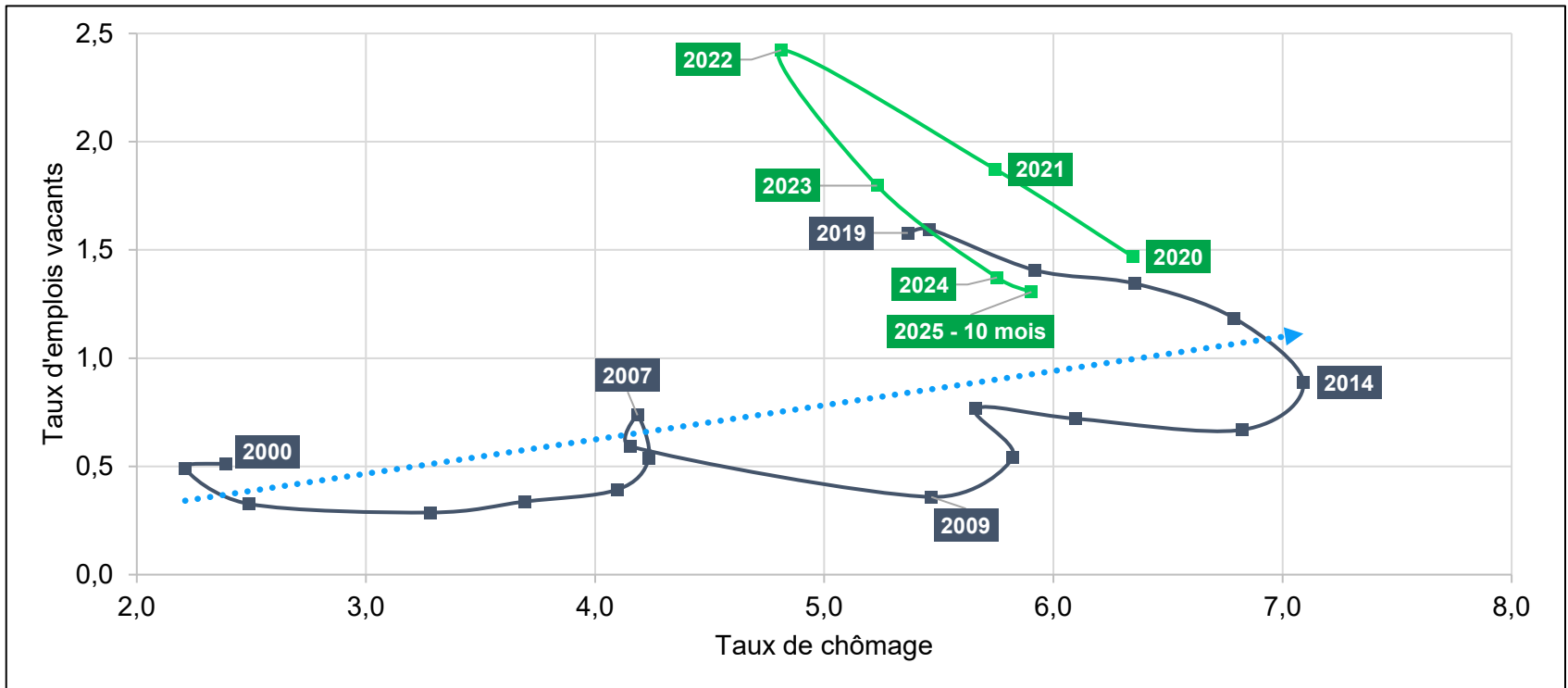


Sources: Eurostat, STATEC, calculs BCL. Note: Année de base 2010=100.

- Les coûts salariaux unitaires ont progressé beaucoup plus fortement au Luxembourg que dans les pays limitrophes et la zone euro et en particulier depuis 2021 (+24 % au Luxembourg, contre +15 % dans la zone euro).
- Les coûts salariaux unitaires ont connu une hausse quasi-permanente depuis 2010, principalement sous l'effet d'une augmentation persistante du coût salarial et d'une légère baisse de la productivité (graphique de droite).
- La hausse des coûts salariaux unitaires s'est nettement accélérée au cours de la période la plus récente, sous l'impulsion de l'échelle mobile des salaires mais aussi des salaires réels.

1. Le contexte macroéconomique (13/17)

Courbe de Beveridge



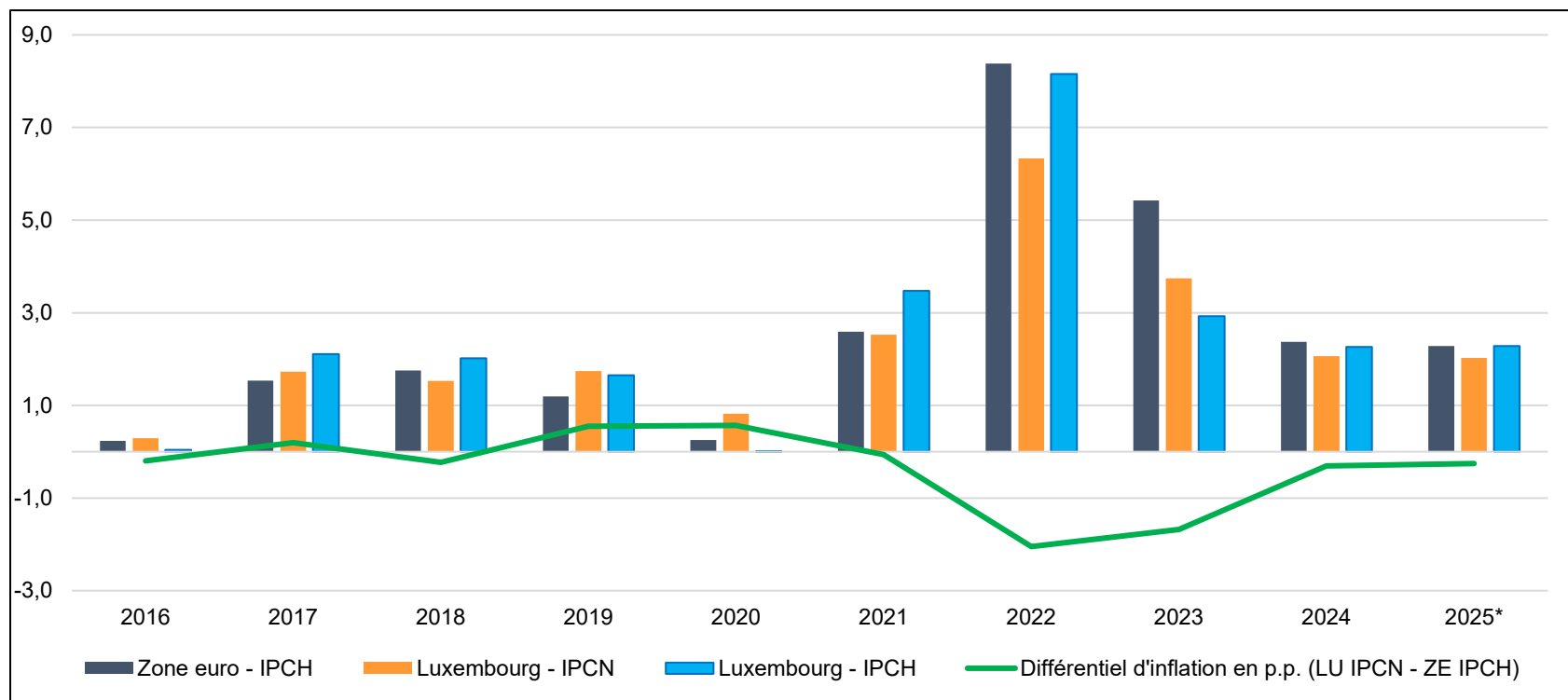
Sources: ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

- 2024 (et 2025): diminution de la demande de travail et hausse du chômage, traduisant une dynamique typique d'un cycle conjoncturel.
- Mais... malgré une certaine accalmie, la persistance des tensions et des difficultés de recrutement pourrait refléter une inadéquation entre les compétences et les besoins de l'économie.

1. Le contexte macroéconomique (14/17)

Evolution de l'inflation au Luxembourg et dans la zone euro

Indice des prix à la consommation national (IPCN) et harmonisé (IPCH), en taux de variation annuel



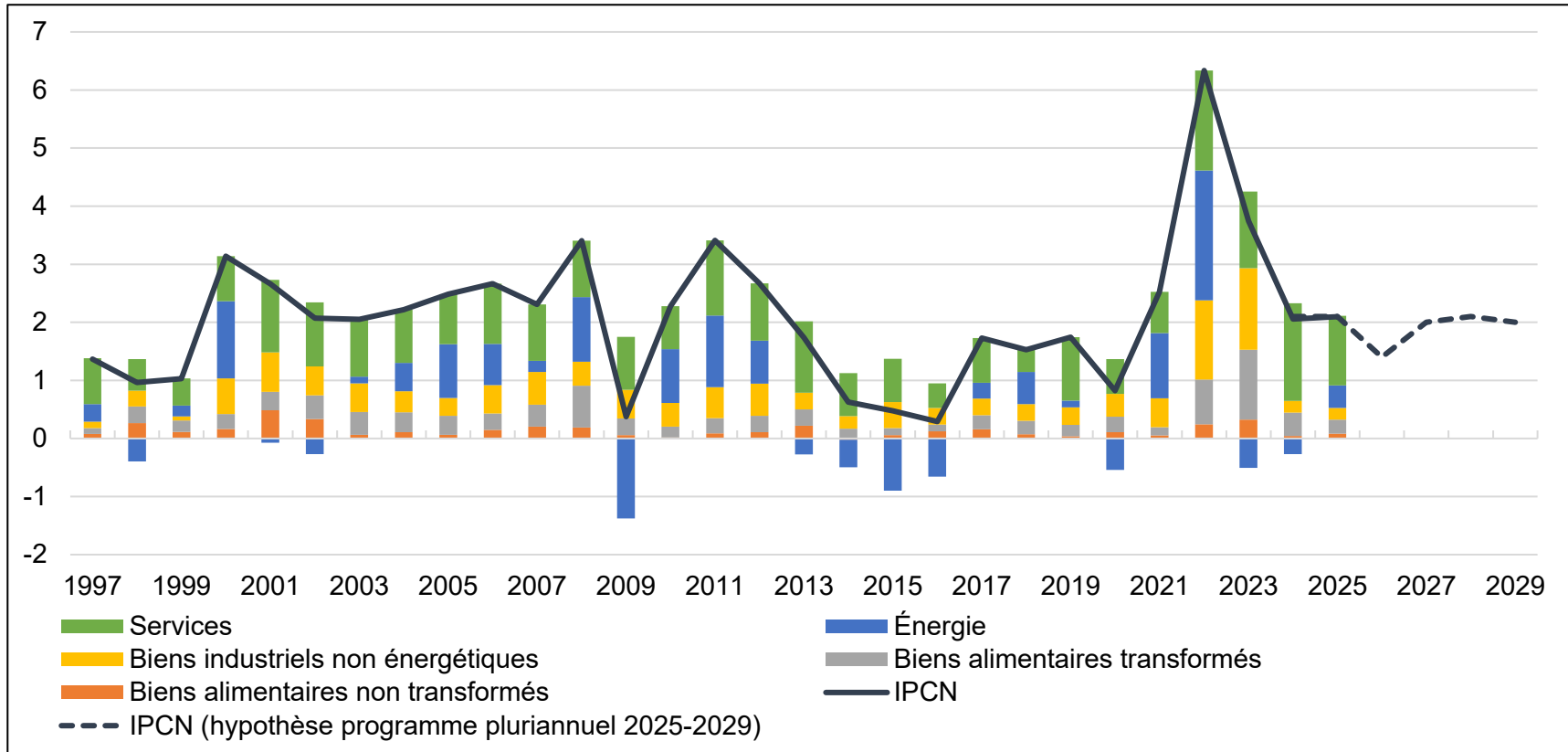
* L'année 2025 fait uniquement référence aux 10 premiers mois.

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL. Note: IPCN = Indice des prix à la consommation national; IPCH = Indice des prix à la consommation harmonisé.

- Différentiel d'inflation entre le Luxembourg et la zone euro assez bas jusqu'en 2021. Inflation très élevée au Luxembourg et dans la zone euro sur les années 2022-23, mais comparativement plus basse au Luxembourg, notamment pour l'indice des prix à la consommation national (IPCN).
- La couverture de l'IPCH est plus large que pour l'IPCN, car elle inclut aussi les dépenses de consommation au Luxembourg par les non-résidents, ce qui augmente les pondérations dans l'IPCH pour les carburants, le tabac, l'alcool et aussi l'hébergement.

1. Le contexte macroéconomique (15/17)

Indice des prix à la consommation national (IPCN) et ses sous-composantes
(taux de variation annuel en % et contributions en p.p.)



Sources: STATEC, calculs BCL, LPFP 2025-2029. IPCN = Indice des prix à la consommation national. Pour l'année 2025, les contributions des composantes de l'IPCN sont calculées sur la base des données des 10 premiers mois.

- Stabilisation de l'inflation globale en 2025, mais recul en 2026, à 1,4 % selon la LPFP 2025-2029.
- Baisse temporaire s'expliquerait principalement par l'introduction de nouvelles mesures de subventionnement du prix de l'électricité sur la période 2026-2028.

1. Le contexte macroéconomique (16/17)

Comparaison des projections macroéconomiques pour le Luxembourg pour 2026 (en %)

	STATEC	Commission européenne	Projet de budget 2026
	Juin 2025	Novembre 2025	Octobre 2025
PIB réel	2,0	1,9	2,0
PIB nominal	5,2	4,9	5,2
Déflateur du PIB	3,1	3,0	3,1
Emploi total	1,5	1,4	1,5
Inflation (IPCN)	1,9	1,7*	1,4
Coût salarial moyen	2,3	2,8	2,3
Solde des administrations publiques (en % du PIB)	-0,9	-0,5	-0,4

IPCN = Indice des prix à la consommation national, * IPCH = Indice des prix à la consommation harmonisé.

L'IPCH se distingue de l'IPCN par une pondération plus élevée pour les carburants, le tabac, l'alcool et aussi l'hébergement.

Sources: Commission européenne, STATEC (Notes de conjoncture 2025-1), projet de budget 2026, calculs BCL

- Le projet de budget 2026 reprend les projections du STATEC de sa Note de conjoncture de juin 2025 pour l'évolution du PIB en volume (et en valeur), le déflateur du PIB, l'emploi total et le coût salarial moyen.
- La hausse du coût salarial moyen est sous-estimée du fait qu'elle n'a pas été ajustée pour la hausse de 0,5 % des cotisations sociales.
- La projection de l'inflation (IPCN) a été revue à la baisse, alors que le solde des administrations publiques en % du PIB a été revu à la hausse.

1. Le contexte macroéconomique (17/17)

Projections macroéconomiques pour le Luxembourg au cours de la période 2027-2029

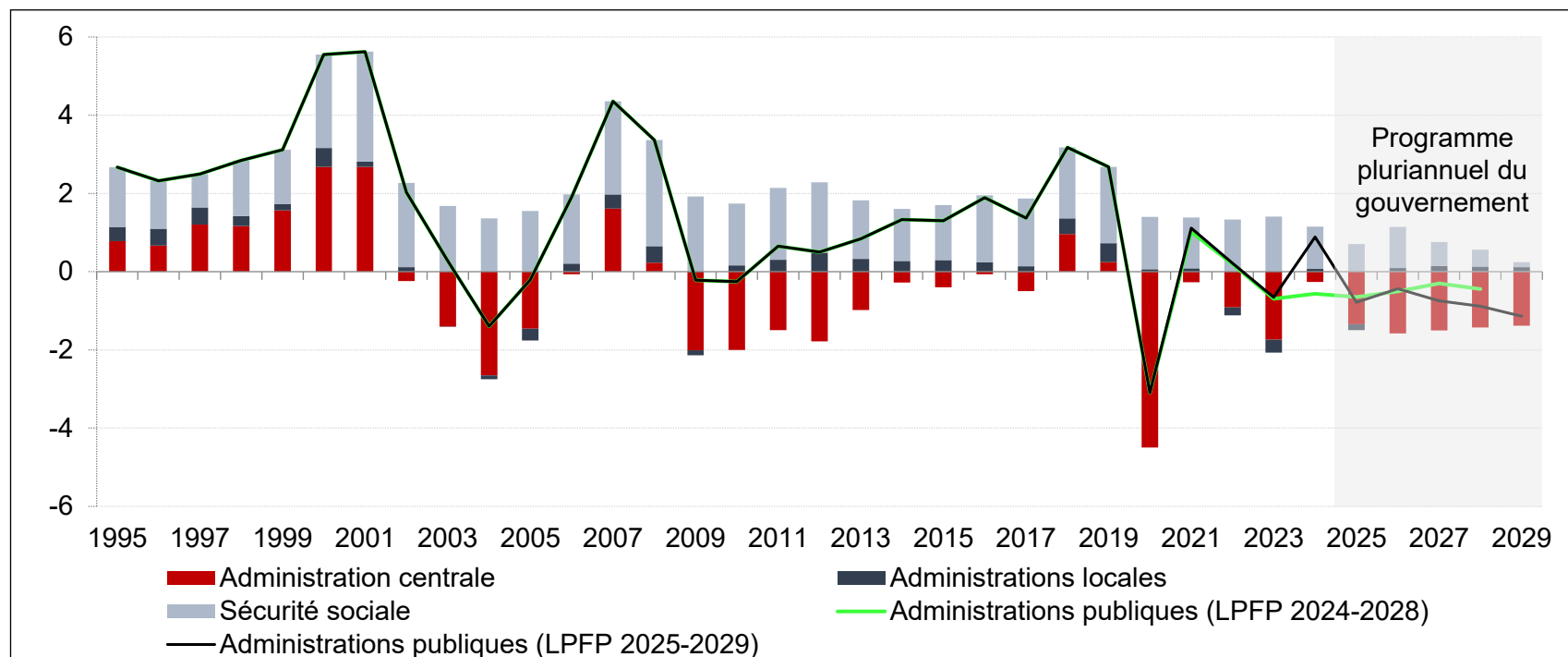
	Projet de loi 2026 (2027-2029)	Budget 2025 (2026-2028)	Différences (en p.p.)	Observations passées		
	(en %)	(en %)		(2001-2007) (en %)	(2010-2024) (en %)	(2015-2019) (en %)
PIB en valeur	5,6	5,3	0,3	7,3	5,4	3,8
PIB en volume	2,3	2,7	-0,4	4,2	2,1	2,6
Déflateur du PIB	3,2	2,5	0,7	3,0	3,3	1,2
PIB en volume zone euro	1,7	1,5	0,1	2,0	1,3	2,0
Différentiel de croissance entre le Luxembourg et la zone euro	0,7	1,2	-0,5	2,2	0,8	0,6
PIB potentiel	2,0	2,4	-0,4	n.d.	n.d.	n.d.
Ecart de production (en % de la production potentielle)	-5,0	-2,1	-2,9	n.d.	n.d.	n.d.
IPCN	2,0	1,7	0,4	2,4	2,1	1,2
Différentiel d'inflation entre le déflateur du PIB et l'IPCN	1,2	0,8	0,3	0,6	1,2	0,0
RNB	4,7	5,3	-0,6	5,8	5,6	2,8
Différentiel de croissance entre le PIB en valeur et le RNB	0,9	0,0	0,9	1,5	-0,1	1,0

Sources: budget 2025, projet de budget 2026, programmations pluriannuelles 2024-2028 et 2025-2029, STATEC, calculs BCL.

- Révision à la baisse de la projection du PIB en volume. La croissance économique est proche de sa moyenne prépandémique (2010-19).
- Pour la fin de l'horizon de projection, la croissance a été abaissée plus substantiellement.
- L'hypothèse pour la croissance dans la zone euro est très élevée.
- Croissance du PIB potentiel a été abaissée mais pas autant que dans les estimations des organisations internationales.
- L'écart de production est très négatif (« période de conjoncture exceptionnellement défavorable ») et peu plausible.
- Incidence positive des termes de l'échange sur le déflateur du PIB et le PIB en valeur.
- On observe que le RNB progresse moins rapidement que le PIB en valeur, ce qui augmente ainsi le différentiel par rapport à 2010-24.

2. Le projet de budget 2026 (1/3)

Évolution des soldes des administrations publiques (en % du PIB)



Sources : STATEC, projet de budget 2026, programmations pluriannuelles 2024-2028 et 2025-2029, calculs BCL

- Solde en 2024 (+0,9 % du PIB) nettement plus favorable que prévu par la LPFP 2024-2028 (-0,6 % du PIB).
- Révisions à la baisse des soldes des administrations publiques en 2027 et 2028 par rapport à la LPFP 2024-2028.
- Déficits récurrents de l'administration centrale depuis 2009 [sauf en 2018 et 2019].
- Augmentation du solde de la Sécurité sociale en 2026 suite à la réforme du système de pension, puis les surplus baisseraient graduellement jusqu'en 2029 et compenseraient de moins en moins les déficits de l'administration centrale. Selon les documents budgétaires, le solde de la Sécurité sociale s'établirait uniquement à +0,1 % du PIB en 2029.
- Solde des administrations publiques prévu pour 2025 pourrait être proche de l'estimation incluse dans le projet de budget 2026.

2. Le projet de budget 2026 (2/3)

Comparaison des projections pour 2026

	Note	Administration centrale		Sécurité sociale		Administrations publiques	
		en mio d'euros	en % du PIB	en mio d'euros	en % du PIB	en mio d'euros	en % du PIB
Recettes – Projet de budget 2026	1	31 095	33,0	19404	20,6	45 171	47,9
Dépenses – Projet de budget 2026	2	32 585	34,5	18407	19,5	45 579	48,3
Solde – Projet de budget 2026	3=1-2	-1 489	-1,6	996	1,1	-408	-0,4
Recettes - LPFP 2024-2028	4	31 145	34,1	18914	20,7	44 826	49,1
Dépenses - LPFP 2024-2028	5	32 228	35,3	18436	20,2	45 286	49,7
Solde - LPFP 2024-2028	6=4-5	-1 083	-1,2	478	0,5	-460	-0,5
Différences de soldes entre Projet de budget 2026 et LPFP 2024-2028	7=3-6	-406	-0,4	518	0,5	52	0,1

Sources : projet de budget 2026, programmation pluriannuelle 2024-2028, calculs BCL.

- Administrations publiques = Administration centrale + Administrations locales + Sécurité sociale
- Révision marginale à la hausse du solde des administrations publiques prévue dans le projet de budget par rapport à la LPFP 2024-2028.
- La révision à la baisse du solde de l'administration centrale est compensée par une révision à la hausse du solde de la Sécurité sociale, due au relèvement des taux de cotisation pour l'assurance pension.
- Amélioration du solde en 2026 par rapport à 2025, malgré l'introduction de nouvelles mesures sur les dépenses.

2. Le projet de budget 2026 (3/3)

Mesures gouvernementales mises en place pour la période 2026-2029

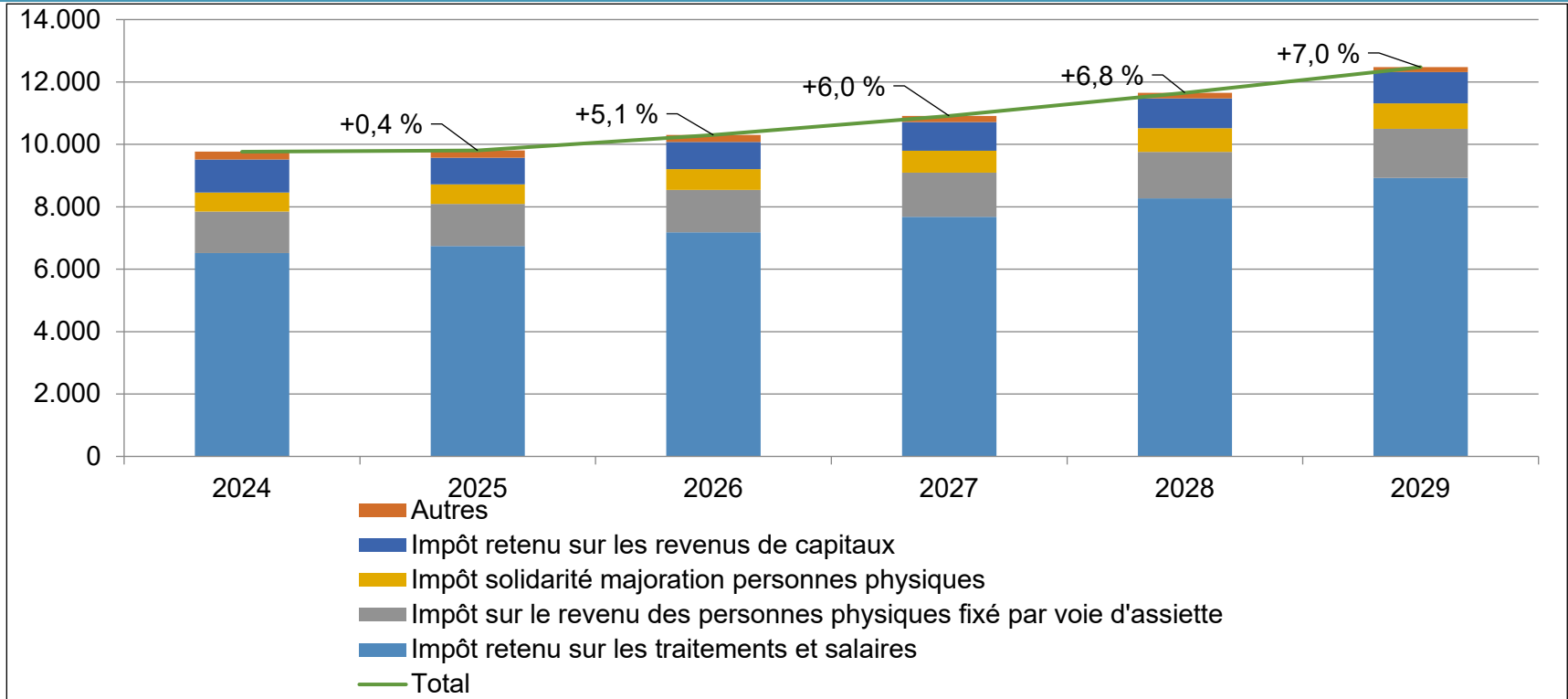
		2026	2027	2028	2029
Réforme du système de pension	1	379	411	446	483
Variation des recettes d'impôts due à l'exonération des cotisations sociales, conséquence de la hausse du taux de cotisation pour les pensions	2	-38	-65	-93	-93
Hausse des accises sur le tabac et les cigarettes	3	35	35	35	35
Introduction de l'impôt minimum Pilier 2	4	80	80	80	80
Autres	5	-27	-55	-55	-55
Total des mesures portant sur les recettes	A=1+2+3+4+5	429	406	413	450
Augmentation des dépenses de défense	6	404	349	299	196
Prise en charge des frais de réseau d'électricité	7	150	150	150	0
Prise en charge du mécanisme de compensation	8	120	120	120	0
Total des mesures portant sur les dépenses	B=6+7+8	674	619	569	196
Impact total des mesures	C=A-B	-245	-213	-156	254
Total (en % du PIB)		-0,3	-0,2	-0,1	0,2

Sources : budget 2025, projet de budget 2026, calculs BCL.

- Mesures fiscales largement permanentes.
- Augmentation structurelle des dépenses de défense par rapport à la trajectoire du budget 2025 pour atteindre 2 % du RNB en 2026.
- Certaines mesures à caractère structurel pas encore prises en compte dans la LPFP 2025-2029: réforme fiscale prévue pour 2028. On observe que le ratio des dépenses de défense sera à 2% du RNB en 2029 par rapport à un objectif de 5 % du RNB à l'horizon 2035.

3. Les recettes fiscales (1/5)

Impôt sur le revenu des personnes physiques



Note : pour 2025 les données sont issues du compte prévisionnel.

Sources : projet de programmation pluriannuelle 2025-2029, calculs BCL

- 2025 : les recettes prévues ne devraient pas être atteintes au vu des données en base « caisse »* des recettes de l'État central se rapportant aux 9 premiers mois de l'année 2025.

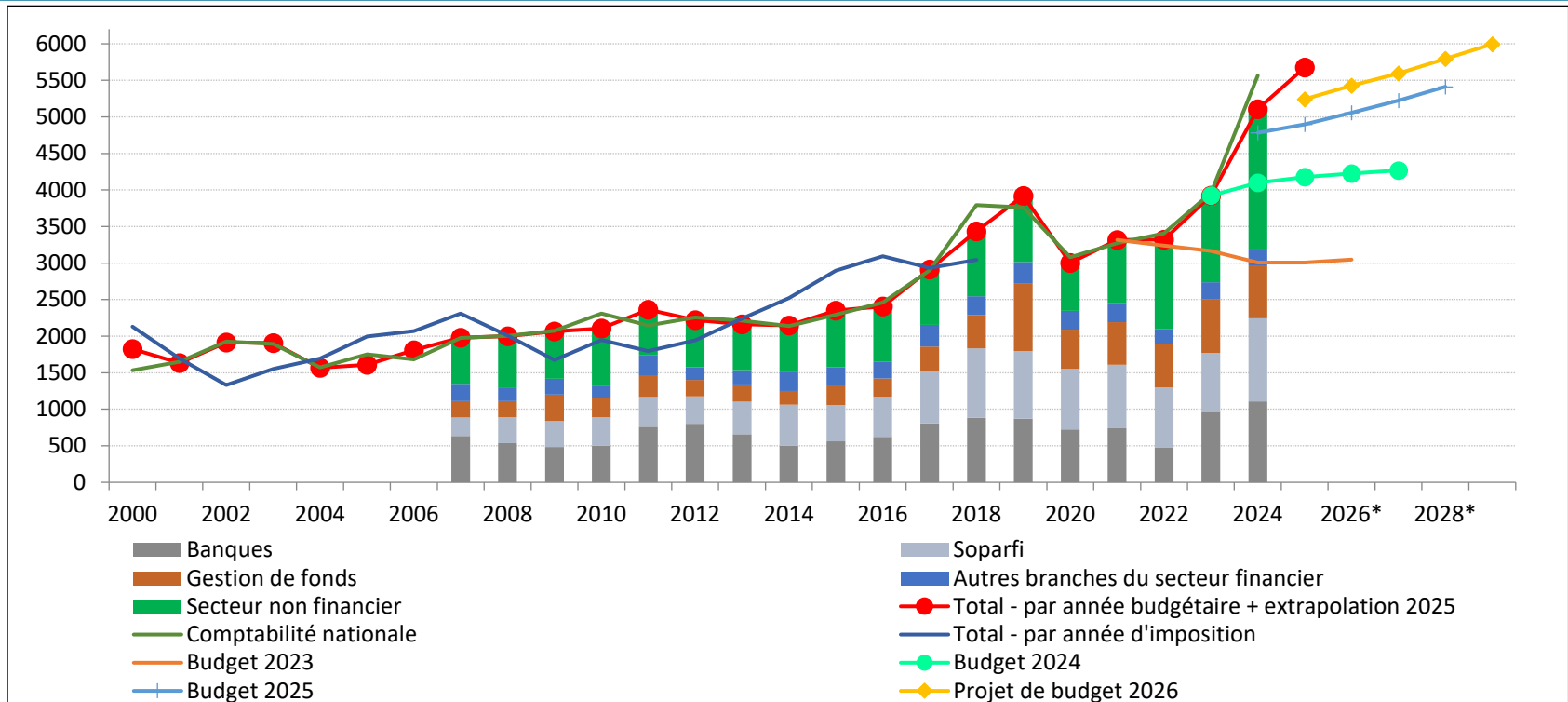
- Eu égard à la surestimation des recettes, une revue des estimations du coût budgétaire des dépenses fiscales relatives aux impôts directs, qui par ailleurs ont augmenté considérablement depuis 2023, serait souhaitable.

*Il s'agit des montants effectivement perçus par l'Etat pendant l'année budgétaire, principalement sous forme de retenues à la source sur les traitements et salaires ainsi que d'imposition par voie d'assiette.

- 23 ■ 2026-2029 : projections des taux de croissance plausibles au regard de l'hypothèse relative à la masse salariale mais risque au vu de la future réforme fiscale en 2028.

3. Les recettes fiscales (2/5)

Impôt sur le revenu des sociétés



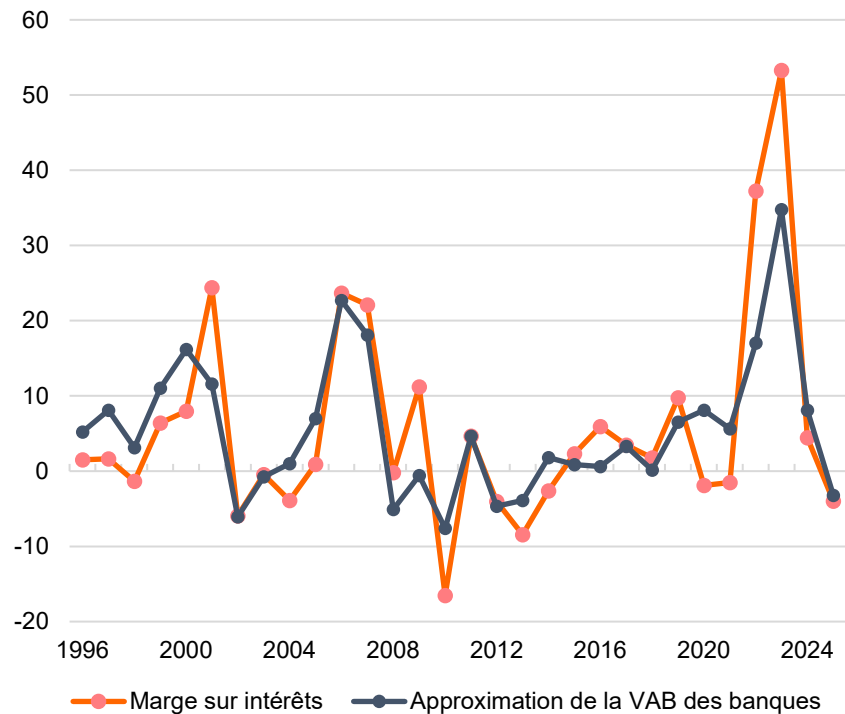
Sources : ministère des Finances, budget 2023, budget 2024, budget 2025, projet de budget 2026, calculs BCL

- Total IRS: 5 242 millions d'euros en 2025 (+3 % par rapport à 2024, +7 % par rapport au budget 2025 et +25 % par rapport au budget 2024). Le compte prévisionnel pourrait sous-estimer le montant qui devrait être finalement perçu.
- Hausse en 2025 sur la base d'un encaissement important d'arriérés d'impôts, notamment des banques.
- Nouvelle révision substantielle à la hausse des projections: +1 128 millions d'euros (0,4 % du PIB en moyenne par année) pour 2026-2028, malgré la baisse du taux de l'IRC de 1 p.p. à 16 % à partir de 2025 et dont le coût budgétaire est d'approximativement 0,2 % du PIB.
 - Au-delà de 2026, hypothèse implicite que la réserve d'impôts non encore encaissés est élevée et/ou que les profits des banques vont rester structurellement très élevés, ce qui peut paraître optimiste.
 - Recettes supplémentaires projetées à partir de 2026 avec l'introduction de l'« Impôt minium - Pilier 2 » (BEPS).

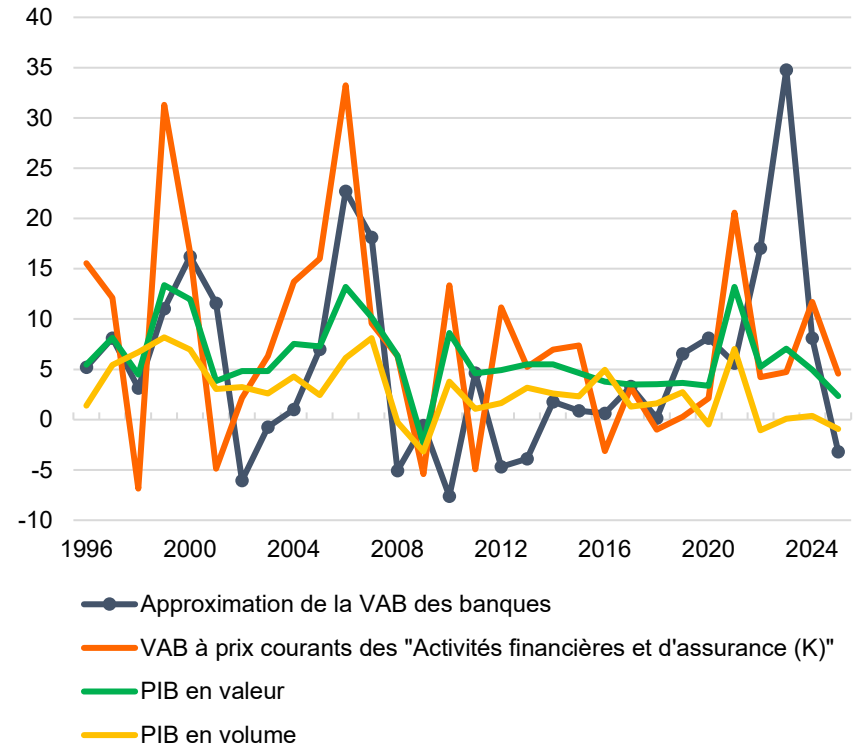
3. Les recettes fiscales (3/5)

Compte de pertes et profits du secteur bancaire et valeur ajoutée brute du secteur financier

**Compte de pertes et profits des banques
(taux de variation annuel en %)**



Approximation de la VAB des banques et agrégats de la comptabilité nationale (taux de variation annuel en %)

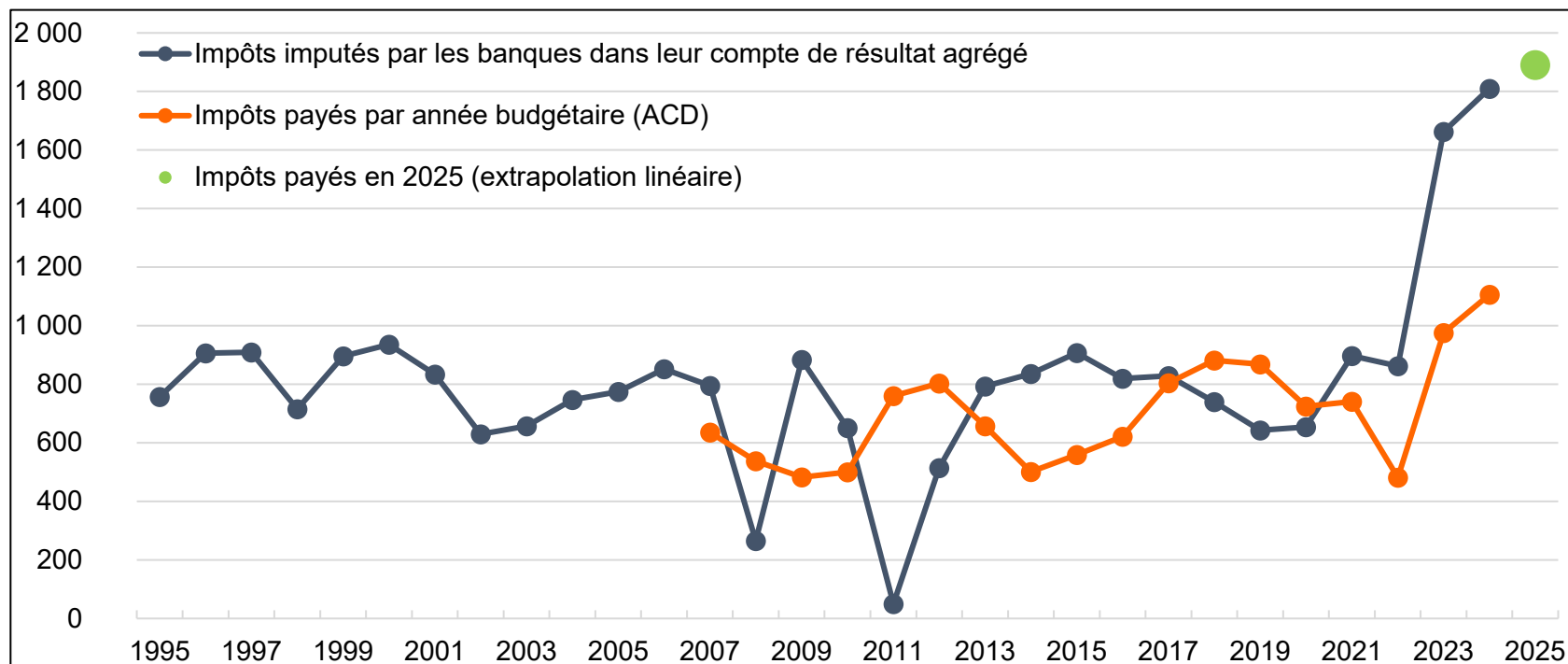


Sources : CSSF, BCL, STATEC, calculs BCL. Note: L'approximation de la VAB des banques correspond à la somme de la marge sur intérêts et des revenus nets sur commissions, déduction faite des frais d'exploitation. * 1^{er} semestre 2025.

- Forte hausse de la marge sur intérêts des banques en 2023 et maintien à un niveau très élevé en 2024 et au 1^{er} semestre 2025, un corollaire des adaptations des taux d'intérêt directeurs de l'Eurosystème depuis juillet 2022 qui, dans un environnement de liquidités exceptionnelles, ensemble avec des corrections de valeur plus basses, a entraîné une forte hausse des profits nets qui bénéficient à leurs actionnaires, qui ont déjà généré de fortes hausses d'impôts en 2025 au bénéfice de l'Etat.
- Certaines opérations des banques ne sont cependant pas reprises dans la production (et donc aussi la valeur ajoutée brute (VAB)) du secteur bancaire (financier) selon le SEC2010, et par ricochet dans le PIB ou leur incidence sur la production du secteur bancaire est neutralisée au niveau de la VAB de l'économie dans son ensemble à travers la consommation intermédiaire d'autres branches.

3. Les recettes fiscales (4/5)

Impôts sur le revenu payés par les banques (en millions d'euros)

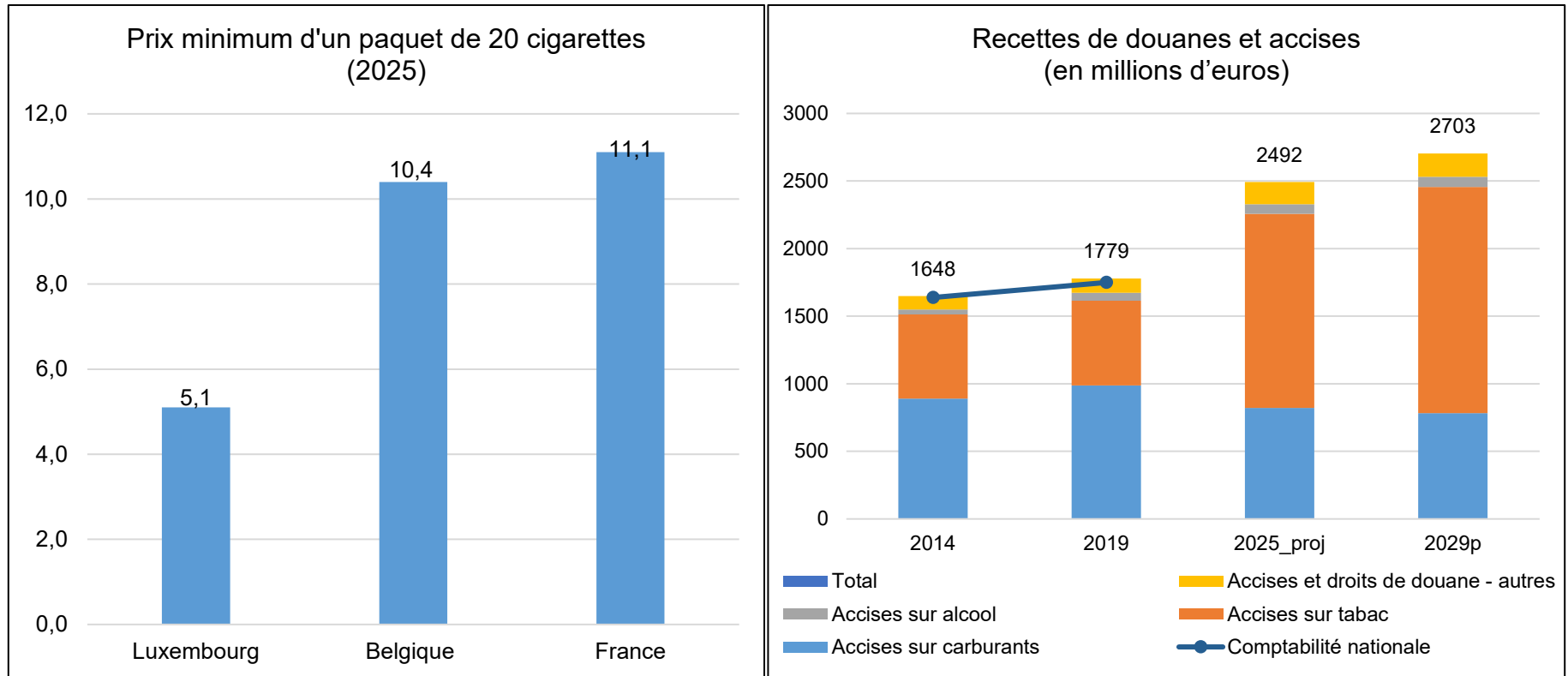


Sources : ACD, CSSF, BCL

- Les impôts imputés par les banques dans leur compte de résultat suivent une logique de « droits constatés ». Il s'agit de l'impôt exigible pour l'exercice d'imposition, c'est-à-dire le montant que les banques estiment devoir payer sur leur bénéfice imposable selon les lois fiscales en vigueur. Ces impôts ont connu une augmentation substantielle en 2023 et plus modérée en 2024. Les banques ont déjà payé des avances pendant l'exercice budgétaire (qui coïncide avec l'exercice d'imposition). Cependant, le montant définitif et le solde d'impôts restants dus ne seront connus et payés qu'à une date ultérieure lorsque l'ACD aura déterminé la cote d'impôt pour l'exercice d'imposition, après un contrôle de la déclaration d'impôts et, le cas échéant, après avoir procédé à des redressements nécessaires.
 - Les impôts collectés par l'ACD sont enregistrés selon une optique « caisse ». Il s'agit des montants effectivement perçus par l'Etat pendant l'année budgétaire, sous forme d'avances pour l'exercice d'imposition (qui coïncide avec l'exercice budgétaire) et qui sont augmentées (ou réduites) de soldes d'impôts restant dus (payés en trop) se rapportant aux exercices d'imposition antérieurs.
- 26 Les impôts payés par les banques ont augmenté fortement au cours des 9 premiers mois de 2025 et, pour l'année entière, leur montant pourrait s'approcher de 1 889 millions d'euros (2,1 % du PIB).

3. Les recettes fiscales (5/5)

Droits de douane et accise

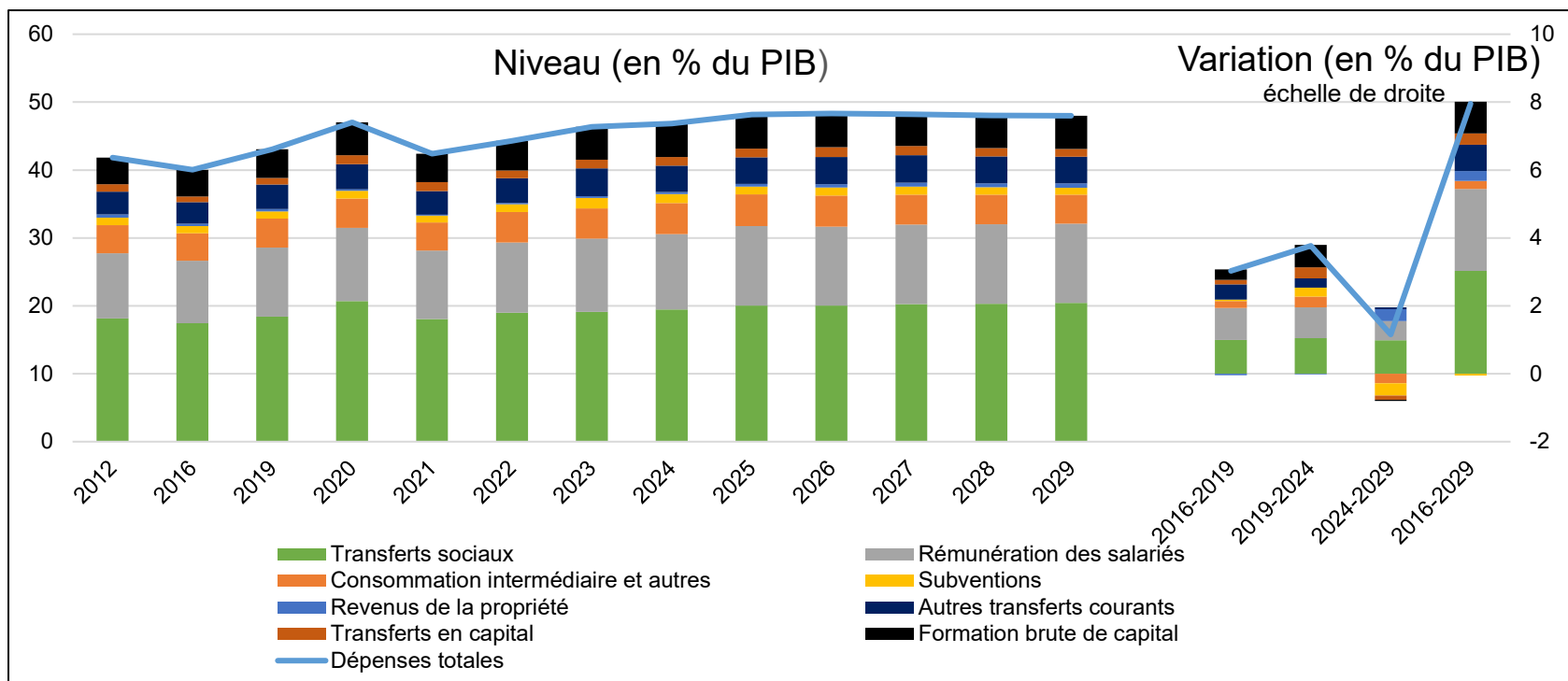


Sources: Administration des douanes et accises (Luxembourg), SPF Finances (Belgique) et Direction générales des douanes et droits indirects (France).

Sources: Administration des douanes et accises, projet de budget 2026, BCL.

- Le différentiel de taxation indirecte avec la Belgique et la France implique un différentiel de prix sur le tabac en faveur du Luxembourg. Ce différentiel a augmenté au cours des années récentes, ce qui incite à une consommation croissante par les non résidents. Elle est susceptible de progresser davantage avec les relèvements assez conséquents de la taxation indirecte dans ces pays.
- Les recettes d'accises sur le tabac ont fortement augmenté en 2024. Leur part dans le total des recettes de droits de douane et accises, qui était de 38% en 2014, pourrait s'élever à 58 % en 2025. Selon les projections du ministère, elle atteindrait 62 % en 2029.
- Une révision de la directive UE relative à la taxation minimale du tabac pourrait impliquer un relèvement important des droits d'accises, ce qui pourrait peser sur le volume des ventes et les recettes fiscales.
- Proposition de la Commission pour une ressource propre additionnelle de l'UE provenant des droits d'accise sur le tabac.

4. Les dépenses publiques (en % du PIB) (1/2)

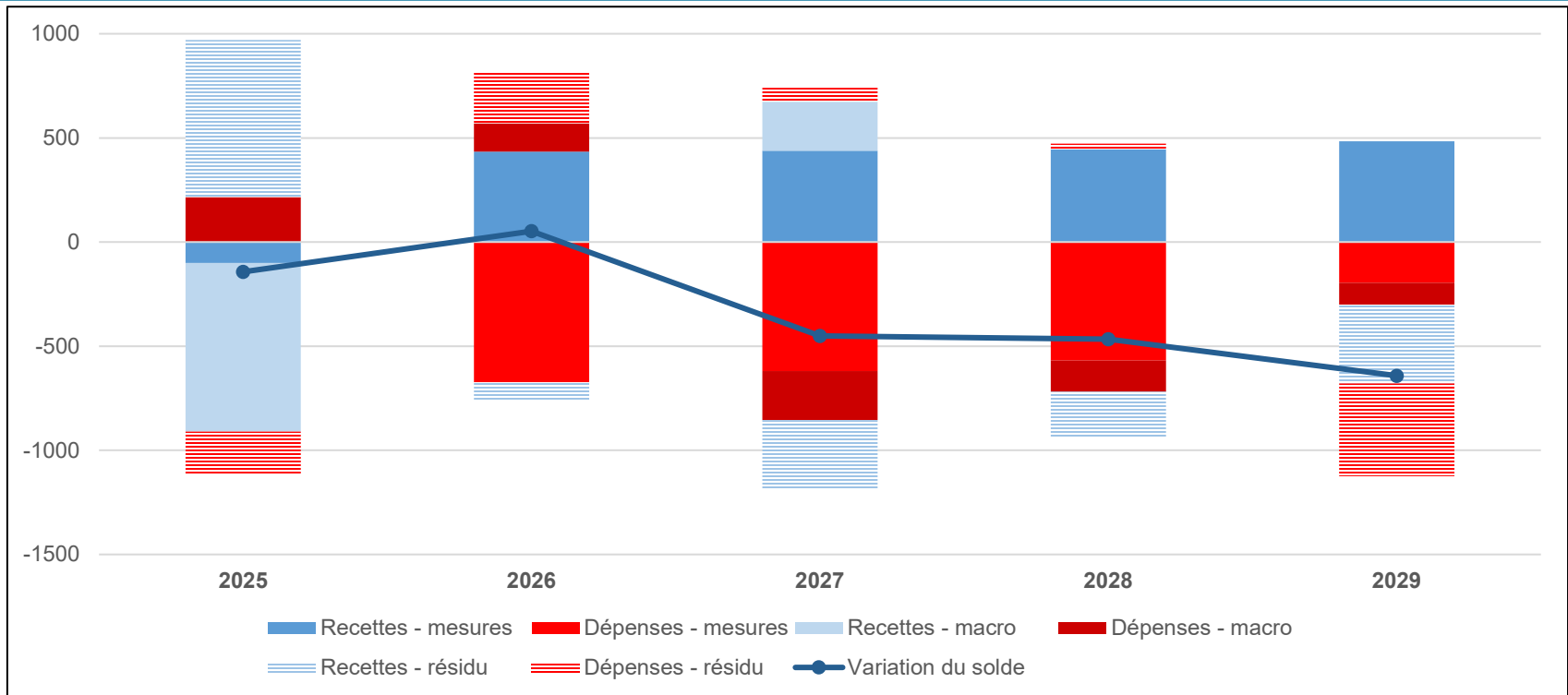


Sources : STATEC, LPFP 2025-2029, calculs BCL

- Progression soutenue des dépenses publiques (en % du PIB) depuis 2016 à un niveau historiquement très élevé en 2024: +6,8 p.p. du PIB.
- Hausse pas exclusivement due aux mesures de crise temporaires (pandémie de 2020-21 et crise de l'énergie en 2022-2023) ou effort pour la Défense.
- Les prestations sociales s'établiraient aux alentours de 20,5 % du PIB et constituent la catégorie de dépenses la plus importante (environ 42 % des dépenses totales)
- Les investissements resteraient à un niveau élevé (6 % du PIB).
- Poursuite de la hausse du ratio des dépenses en % du PIB en 2025 et en 2026 (48,3 %) et très légère baisse sur la période 2027-2028, mais pas de convergence visible du ratio vers des niveaux pré-Covid.
- Risque à la hausse au vu des défis structurels. Quid d'une réorientation des dépenses pour adresser les défis structurels du Luxembourg?

4. Les dépenses publiques (2/2)

Révisions du solde des administrations publiques entre la LPFP 2024-2028 et la LPFP 2025-2029 (en millions d'euros)



Sources : projet de budget 2026, programmation pluriannuelle 2025-2029, calculs BCL

Détérioration du solde des administrations publiques sur tout l'horizon de projection (à l'exception de 2026), en raison de :

- Nouvelles mesures sur les dépenses à partir de 2026 et qui ne sont pas entièrement contrebalancées par les mesures sur les recettes (hausse des cotisations sociales). Impact à la baisse sur le solde sauf en 2029.
- Scénario macroéconomique révisé: incidence mécanique sur les soldes d'ampleur limitée à l'exception de 2025.
- Apparition sur l'horizon de projection des recettes «résidu» à partir de 2026 impactant négativement le solde.
 - Pourquoi la révision à la baisse des projections de recettes sur l'Impôt sur la fortune?
- Pas de dépenses «résiduelles» sur la période 2026-2028, mais situation inverse en 2029. Pourquoi?

5. La programmation pluriannuelle (1/4)

Les objectifs de moyen terme (en % du PIB)

PSC réformé

Objectifs au niveau européen (Pays avec un ratio de dette < 60% et un ratio de déficit <3% du PIB)	Objectifs au niveau national Loi du 12 juillet 2014
Solde nominal < 3 % du PIB	
Dette publique < 60 % du PIB	Respect des engagements européens
Taux de croissance maximum des dépenses primaires nettes	Respect de l'OMT (0,0 % entre 2025-2029)
Solde structurel >-1,5 % du PIB (sauvegarde de résilience du déficit)	Montant maximal des dépenses au niveau de l'administration centrale Vote de la réforme de la loi du 12 juillet 2014 au 31.12.2025?

- Objectif européen du « Taux de croissance maximum des dépenses primaires nettes » peu contraignant tant que les ratios de dette et de déficit restent en dessous des valeurs de référence.

5. La programmation pluriannuelle (2/4)

Les objectifs de moyen terme (en % du PIB)

Comparaison entre l'objectif budgétaire européen et national Variation du solde primaire structurel (en p.p. du PIB)

	2025	2026	2027	2028	2029
Objectif - Règle nationale (1)	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1
Objectif - Règle européenne (2)	-0,5	0,1	0,0	-0,3	0,0
Différence (1)-(2)	0,6	0,0	0,0	0,3	0,1

Sources: LPFP 2025-2029, Plan budgétaire et structurel à moyen terme pour la période 2025-2028, calculs BCL

- Lien entre l'objectif budgétaire européen et national à travers la variation du solde primaire structurel.
- Règle nationale cohérente avec la règle européenne en 2026-2027 et 2029.
- Règle nationale plus contraignante que la règle européenne en 2025 et 2028.
- OMT de 0,0 % peu ambitieux et même inférieur à l'OMT minimal qui serait s'application avec la méthode de calcul de la Commission dans le cadre des anciennes règles de gouvernance européenne (+0,5%).

5. La programmation pluriannuelle (3/4)

Les objectifs de moyen terme (en % du PIB)

Programmation pluriannuelle 2025-2029	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Solde des administrations publiques	0,9	-0,8	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1
Solde de l'administration centrale	-0,3	-1,3	-1,6	-1,5	-1,4	-1,4
Solde structurel des administrations publiques	2,4	0,8	0,8	0,1	-0,3	-0,9
Dette consolidée des administrations publiques	26,3	26,8	27,0	27,1	27,1	27,0
Taux de croissance des dépenses primaires nettes - PBSMT	8,0	5,8	4,7	3,8	5,4	4,7
Taux de croissance des dépenses primaires nettes - PB 2026	6,3	6,9	4,6	-	-	-

Sources: projet de budget 2026, projet de programmation pluriannuelle 2025-2029, calculs BCL

La clause pour récession économique sévère a été désactivée en date du 1^{er} janvier 2024.

Les engagements européens

- Solde nominal et dette en conformité avec les valeurs de référence sur tout l'horizon de projection.
- A partir de 2025, selon les nouvelles règles du PSC, taux de croissance maximum des dépenses primaires nettes à respecter mais objectif peu contraignant tant que les ratios de dette et de déficit en dessous des valeurs de référence.
- Taux de croissance maximum des dépenses primaires nettes: Indicateur clé de la gouvernance européenne, mais aucune référence à cet indicateur dans les documents budgétaires, ni sur la méthode de calcul, ni sur les résultats.
- Obligation de maintenir un solde structurel supérieur à -1,5 %, ce qui serait le cas selon les projections de la programmation pluriannuelle.

Les engagements nationaux

- Solde structurel: en ligne avec l'OMT sur la période 2024-2027 ; déviation en 2028 et 2029.

32 Le montant maximal des dépenses au niveau de l'administration centrale pour la période 2025-2029 est défini dans la programmation pluriannuelle (n'engendre aucune contrainte apparente).

5. La programmation pluriannuelle (4/4)

Les objectifs de moyen terme (en % du PIB)

Programmation pluriannuelle 2025-2029	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Solde des administrations publiques	0,9	-0,8	-0,4	-0,7	-0,9	-1,1
Solde de l'administration centrale	-0,3	-1,3	-1,6	-1,5	-1,4	-1,4
Solde structurel des administrations publiques	2,4	0,8	0,8	0,1	-0,3	-0,9
Dette consolidée des administrations publiques	26,3	26,8	27,0	27,1	27,1	27,0
Taux de croissance des dépenses primaires nettes - PBSMT	8,0	5,8	4,7	3,8	5,4	4,7
Taux de croissance des dépenses primaires nettes - PB 2026	6,3	6,9	4,6	-	-	-

Sources: projet de budget 2026, projet de programmation pluriannuelle 2025-2029, calculs BCL

2024

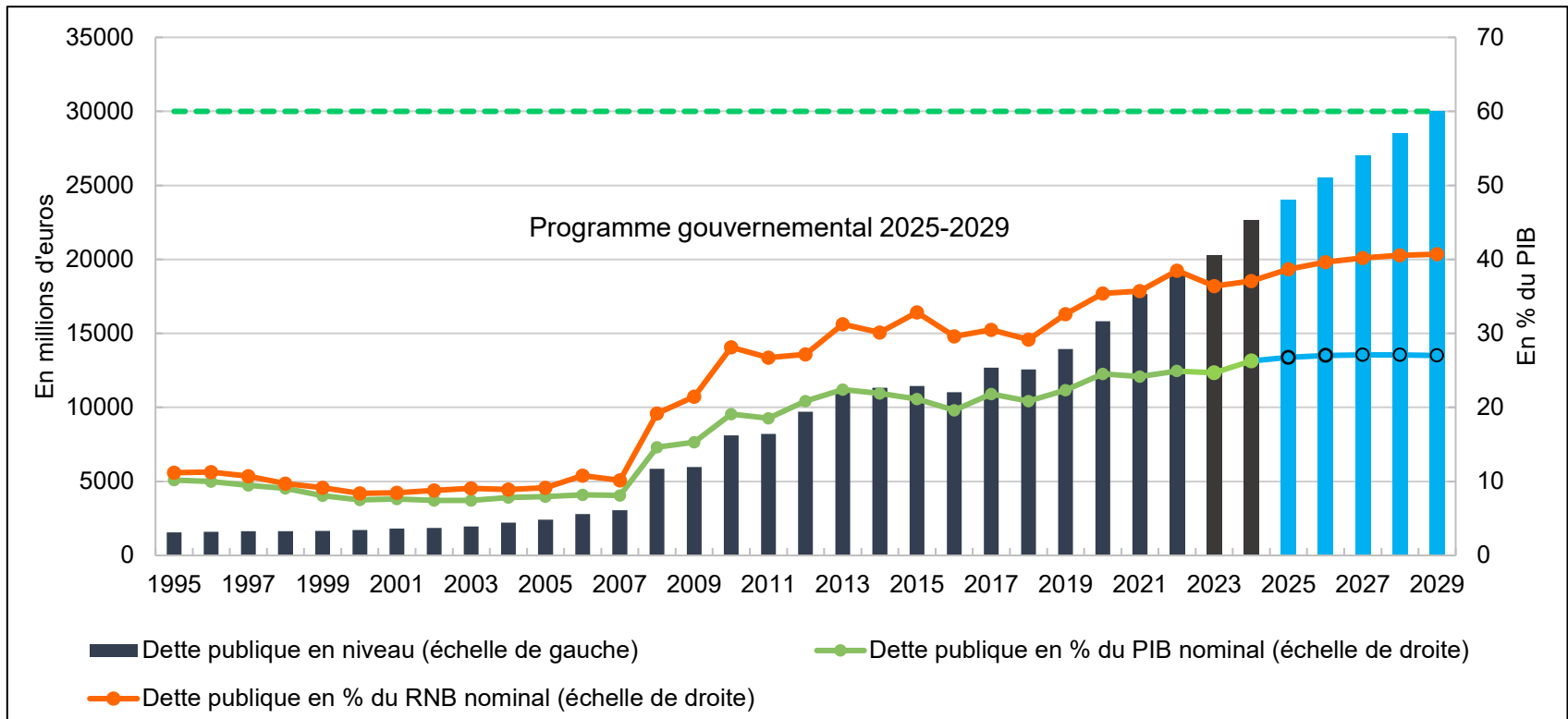
- Surprise positive sur le solde budgétaire par rapport aux chiffres affichés dans la LPFP 2024-2028.

2025-2029

- Selon les documents budgétaires, détérioration des soldes.
 - Déficits persistants au niveau de l'administration centrale et des administrations publiques.
- Dette atteignant son pic en 2027 et stabilisation par la suite.
- Incertitude au niveau des soldes structurels.

6. La dette publique (1/2)

Comparaison du ratio de dette par rapport au PIB et par rapport au RNB



Sources : STATEC, programmation pluriannuelle 2025-2029 et calculs BCL.

- Autorisations d'emprunts disponibles pour 2026 (6 000 millions d'euros) suffisantes pour couvrir le financement de la dette en 2026 (3 189 millions d'euros).
- A partir de 2008, l'écart entre le ratio dette/PIB et dette/RNB se creuse.

6. La dette publique (2/2)

Dette publique (LPFP 2025-2029)

	31.12.2024		2026		2029	
	en mio EUR	en % du PIB	en mio EUR	en % du PIB	en mio EUR	en % du PIB
Dette consolidée des administrations publiques	22649	26,3	25480	27,0	29980	27,0
p.m PIB nominal au 31.12.2024	86180		94313		110996	
Dette non consolidée de l'administration centrale	21060	24,4	23671	25,1	26671	24,0
dont dette de l'Etat central	19309	22,4	21756	23,1	24756	22,3
Dette non consolidée des administrations locales	1485	1,7	1702	1,8	1702	1,5
Dette non consolidée de la sécurité sociale	103	0,1	108	0,1	108	0,1

Sources : STATEC, Trésorerie de l'Etat, LPFP 2025-2029 et calculs BCL.

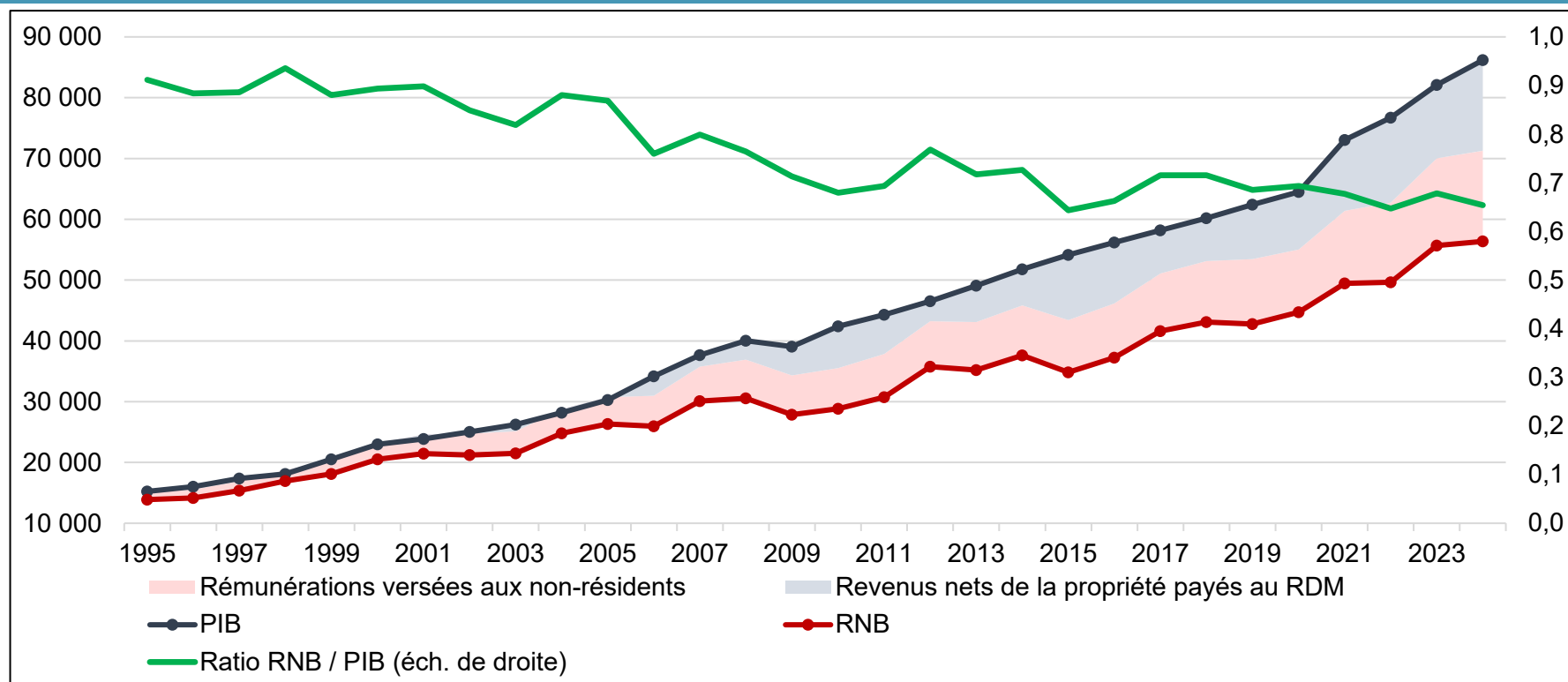
- La dette des administrations publiques luxembourgeoises est émise principalement par l'administration centrale.
- La dette des unités extra-budgétaires (CFL,...) et les opérations de reroutage (partenariats public-privé, Fonds européen de stabilité financière) expliquent l'écart entre la dette de l'administration centrale et celle de l'Etat central.



Merci pour votre attention

Slide de réserve (1/10)

Evolution du PIB nominal et du RNB nominal (en millions d'euros)



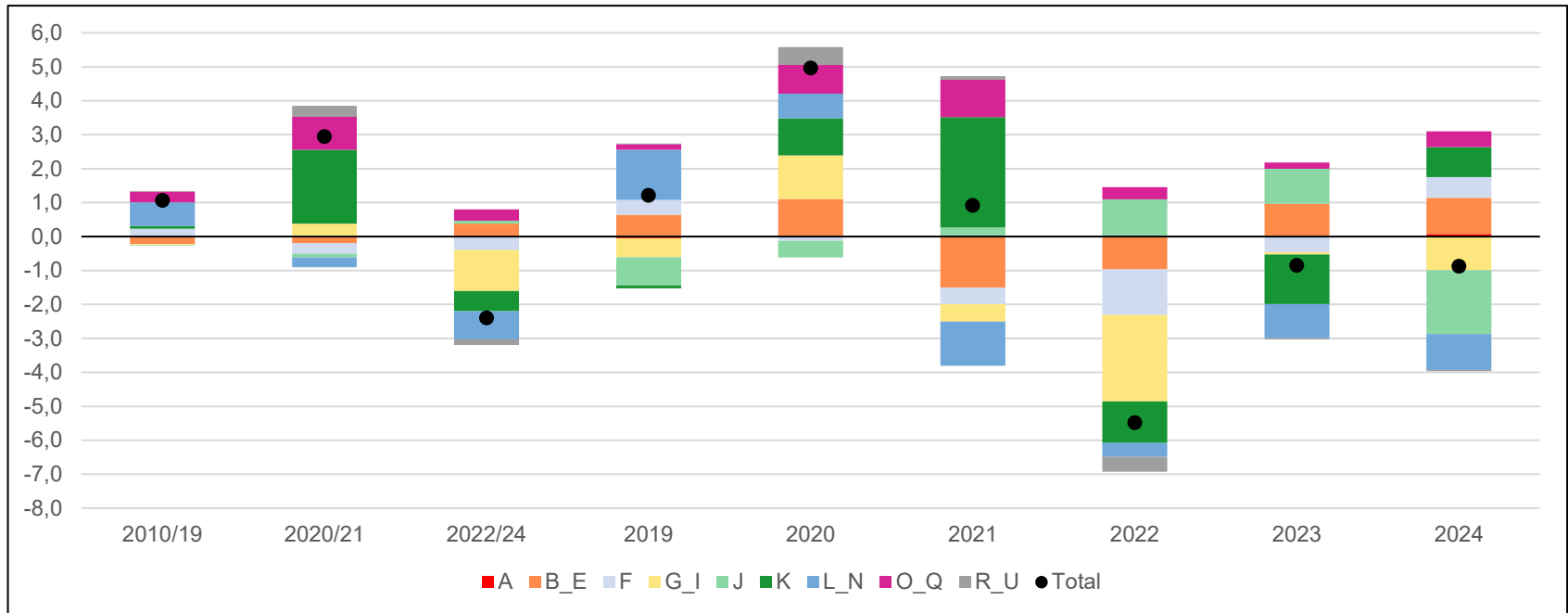
Source : STATEC

- A l'exception de l'année 2009, le PIB en valeur n'a cessé de croître depuis 2000.
- Le RNB nominal a en revanche enregistré six baisses sur la même période (2002, 2006, 2009, 2013, 2015 et 2019).
- Depuis 2007, la différence absolue entre les deux agrégats s'est notablement accrue, atteignant un maximum en 2024, avec un écart de 30 milliards d'euros.
- En 2024, le RNB a progressé de 8,7 % selon la documentation budgétaire, mais de seulement 1,2 % selon les données du STATEC publiées en octobre 2025, après le dépôt du projet de budget 2026.

Slide de réserve (2/10)

Encadré 1 - Ecart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro selon l'optique de la production du PIB

Ecart de croissance de la VAB à prix constants entre le LU et la ZE (en %) et contributions des différentes branches (en p.p.)



Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL.

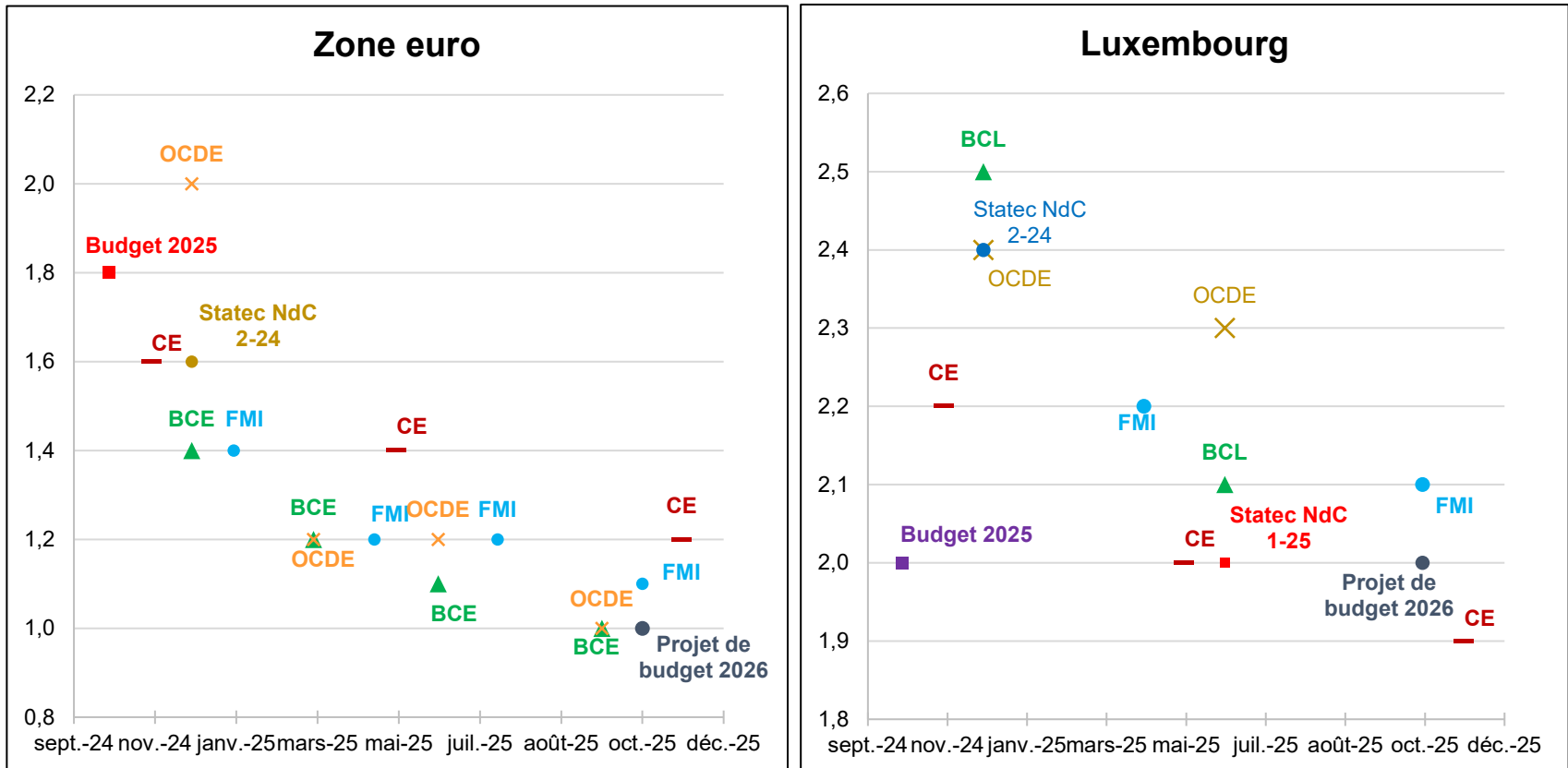
Note: L'écart de croissance est calculé en retranchant le taux de variation de la zone euro du taux correspondant pour le Luxembourg.

A = agriculture, B_E = industrie, F = construction, G_I = commerce au sens large (commerce de détail et de gros et de la réparation automobile, transport et entreposage, hébergement et restauration, J = information et communication, K = activités financières et d'assurance, L_N = services privés aux entreprises (activités immobilières, spécialisées, scientifiques et techniques, et des services administratifs et de soutien), O_Q = secteur public au sens large (administration publique, sécurité sociale, éducation, santé et action sociale), R_U = spectacles et loisirs, réparation d'articles domestiques et autres services, Total = valeur ajoutée brute (VAB) totale à prix constants.

- Croissance économique comparativement plus forte au Luxembourg que dans la zone euro en 2020-21. Scénario inverse sur la période 2022-24.
- Recul du PIB en volume au Luxembourg en 2022, mais pas dans la zone euro.
- Contributions négatives au différentiel particulièrement élevées sur la période 2022-2024 pour le commerce au sens large (G_I) (-1,2 p.p.), les services privés aux entreprises (L_N) (-0,8 p.p.), le secteur financier (K) (-0,6 p.p.) et la construction (F) (-0,4 p.p.).

Slide de réserve (3/10)

Croissance du PIB en volume en 2026: évolution des projections entre 10/2024 et 11/2025 (en %)

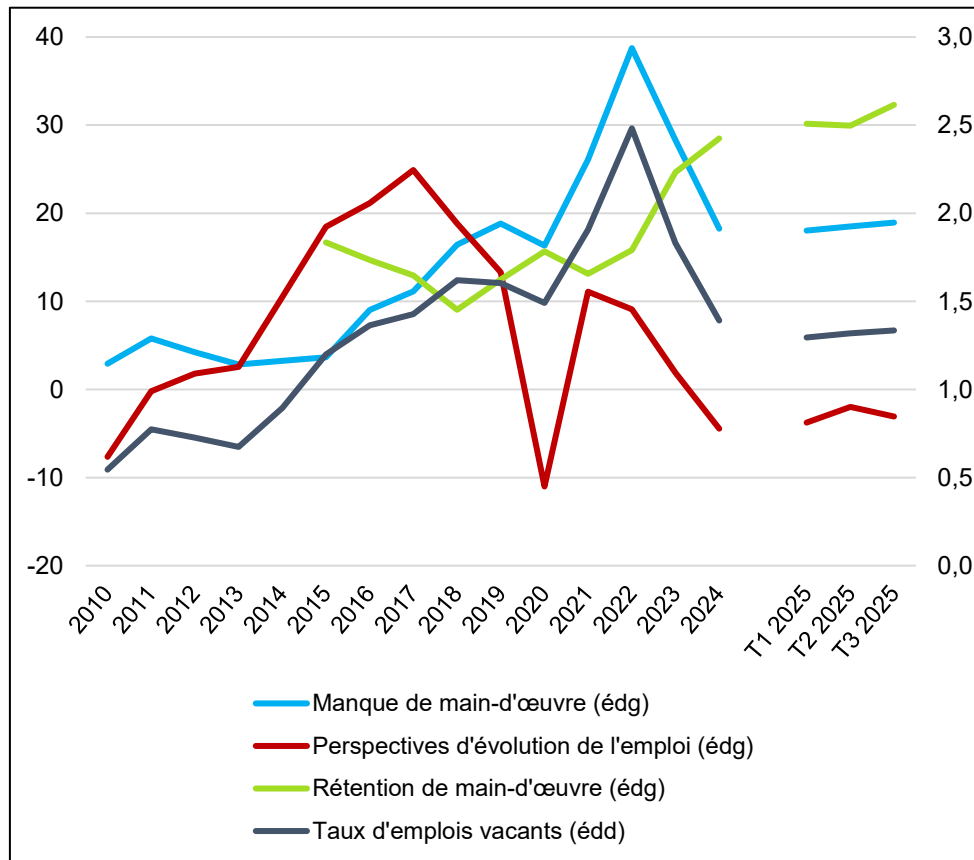


Sources : STATEC, CE, FMI, OCDE, BCE, BCL, budget 2025, projet de budget 2026.

- **Zone euro (1,0 %):** Révisions à la baisse au cours de l'année 2025 jusqu'au quatrième trimestre de 2025. L'hypothèse du projet de budget est réaliste.
- **Luxembourg (2,0 %):** Les prévisions dans le projet de budget (8 octobre 2025) sont réalistes au vu des dernières projections des organisations internationales.

Slide de réserve (4/10)

Indicateurs de tension sur le marché du travail



Sources: ADEM, IGSS, STATEC, calculs BCL

2023 à 2025: diminution de la demande de travail et hausse du chômage.

Mais... malgré une certaine accalmie, la persistance de tensions et de difficultés de recrutement pourrait refléter une inadéquation croissante entre les compétences et les besoins de l'économie.

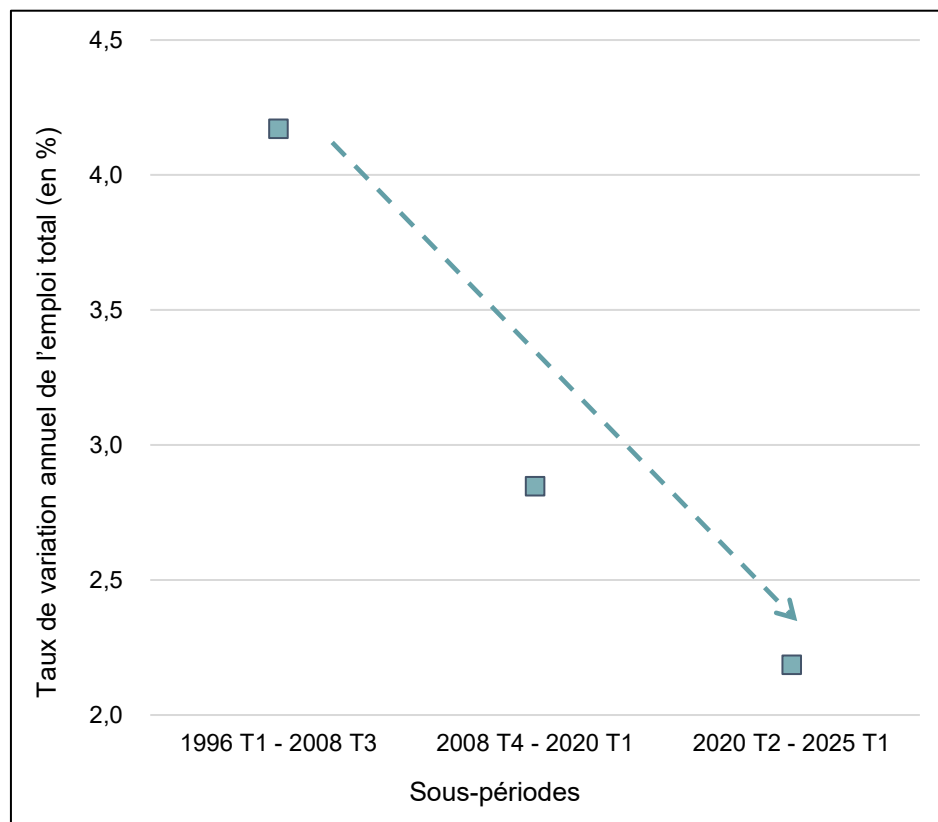
En 2024, 1,5 % des salariés étaient potentiellement* en chômage partiel mais la part des salariés effectivement en chômage partiel est bien plus basse (environ 0,4 % de l'emploi salarié total en 2024).

* estimée sur la base des demandes introduites par les entreprises

Slide de réserve (5/10)

Encadré - La relation entre l'emploi et le chômage au Luxembourg

Seuil de créations d'emplois nécessaire au maintien du taux de chômage au Luxembourg (en %)

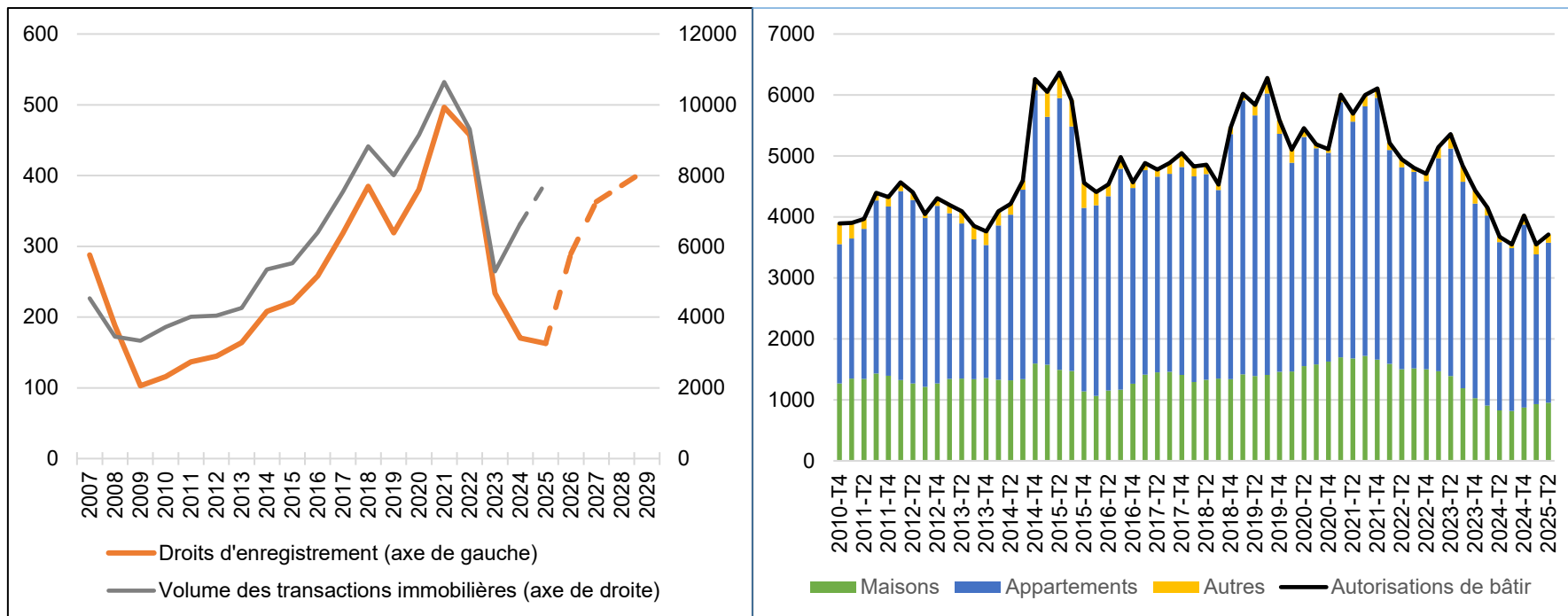


Note: Les résultats reposent sur des estimations ponctuelles. Ils offrent une indication de la valeur probable de ces paramètres, mais sont sujets à une certaine incertitude.
Sources: STATEC, calculs BCL.

- **Diminution progressive du seuil de croissance de l'emploi total nécessaire à la stabilisation du taux de chômage : de 4,2 % sur la période 1996-2008 à 2,2 % sur la période 2020-2025.**
 - Renforcement de la réactivité du taux de chômage aux fluctuations de l'emploi.
- **Tendance encourageante mais...**
 - Partiellement due à l'augmentation de l'emploi dans le secteur public (tributaire des finances publiques) et à la part croissante des résidents dans les créations d'emplois.
- **Défis structurels persistants**
 - Proportion élevée de chômeurs de longue durée demeure un enjeu crucial.
- **Nécessité d'efforts soutenus et continus**
 - Importance de renforcer les politiques actives du marché du travail et les dispositifs d'accompagnement pour assurer une insertion durable et effective dans l'emploi.

Slide de réserve (6/10)

Droits d'enregistrement (en millions d'euros), volume des transactions immobilières (en millions d'euros) et autorisations de bâtir (nombre de logements)



Sources: STATEC, Administration de l'Enregistrement, des Domaines et de la TVA (AED LPFP 2026-2029, calculs BCL)

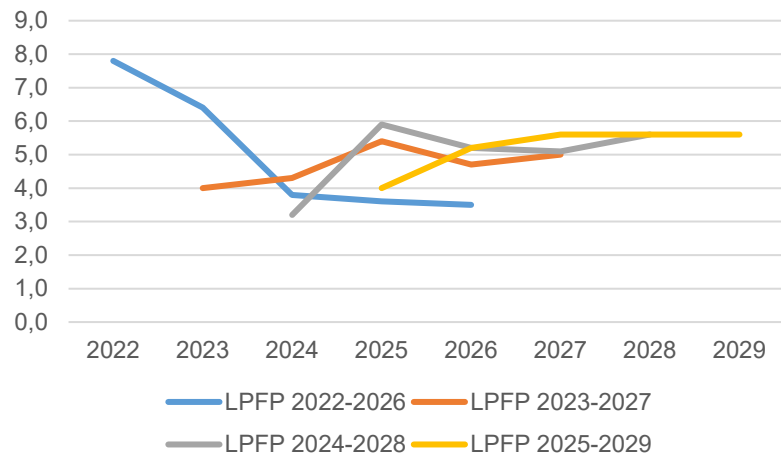
Note : Prévisions des droits d'enregistrement pour les années 2026-2029. Les volumes des ventes immobilières se basent sur des transactions individuelles fournies par l'AED à partir de 2007. Les volumes pour 2025 sont estimés par extrapolation linéaire des volumes des trois premiers trimestres de l'année 2025. Somme mobile sur quatre trimestres pour les autorisations de bâtir.

- Découplage depuis 2024 entre le volume des transactions et les droits d'enregistrement qui s'explique par les mesures fiscales prises dans le but de redynamiser le marché du logement.
- La projection des recettes présuppose implicitement une poursuite de la hausse des transactions, malgré l'expiration des mesures.
- Baisse des autorisations de bâtir en 2022, 2023 et 2024. Stabilisation au début 2025 à un niveau comparativement très bas.

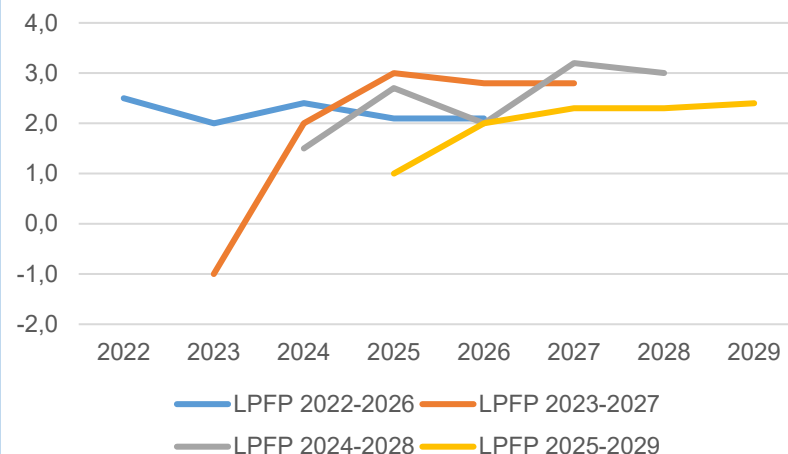
Slide de réserve (7/10)

Comparaison des taux de croissance entre les différentes LPFP pour le PIB nominal, le PIB réel, les recettes et les dépenses des administrations publiques

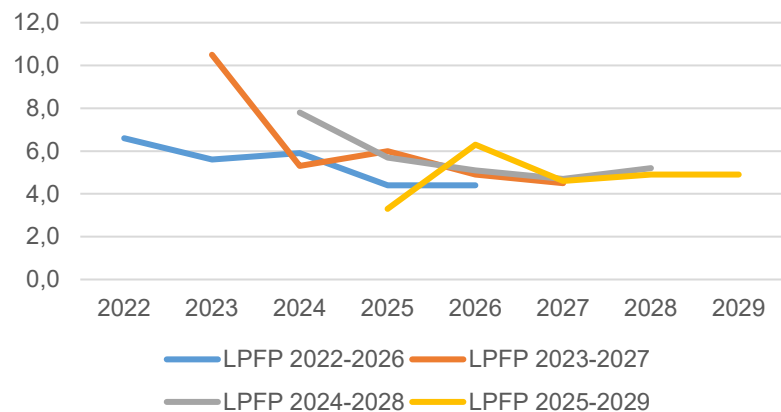
PIB nominal



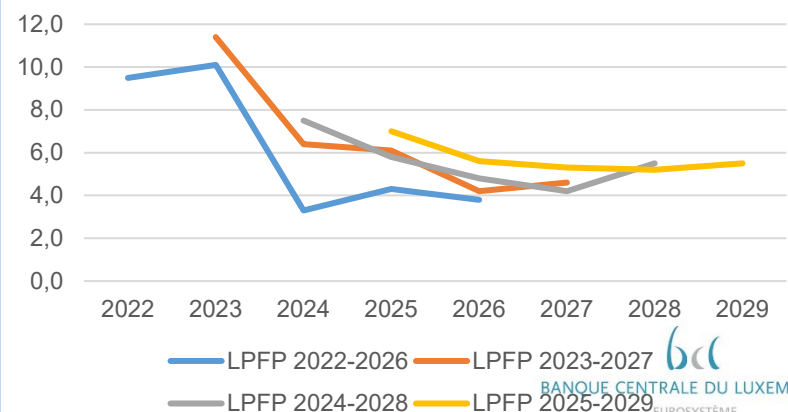
PIB réel



Recettes

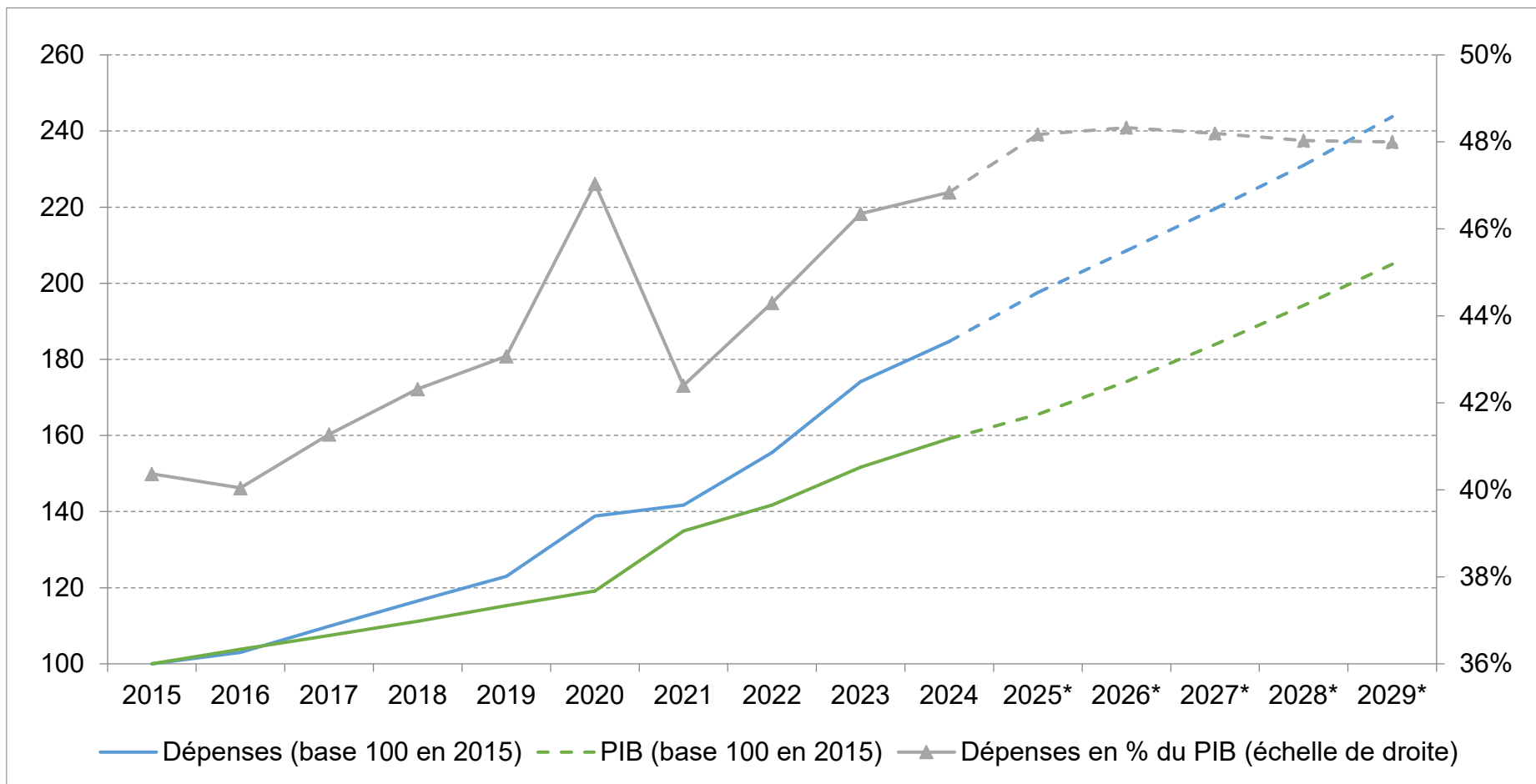


Dépenses



Slide de réserve (8/10)

Évolution du PIB et des dépenses des administrations publiques



Sources: STATEC, programmation pluriannuelle 2025-2029, calculs BCL

Slide de réserve (9/10)

Analyse de sensibilité du ratio de dette des administrations publiques en 2026 (% du PIB)

		Choc sur le PIB nominal		
		-3 %	0 %	+3 %
Choc sur la dette nominale	-20%	22,3%	21,6%	21,0%
	-10%	25,1%	24,3%	23,6%
	0%	27,9%	27,0%	26,2%
	+10%	30,6%	29,7%	28,9%
	+20%	33,4%	32,4%	31,5%

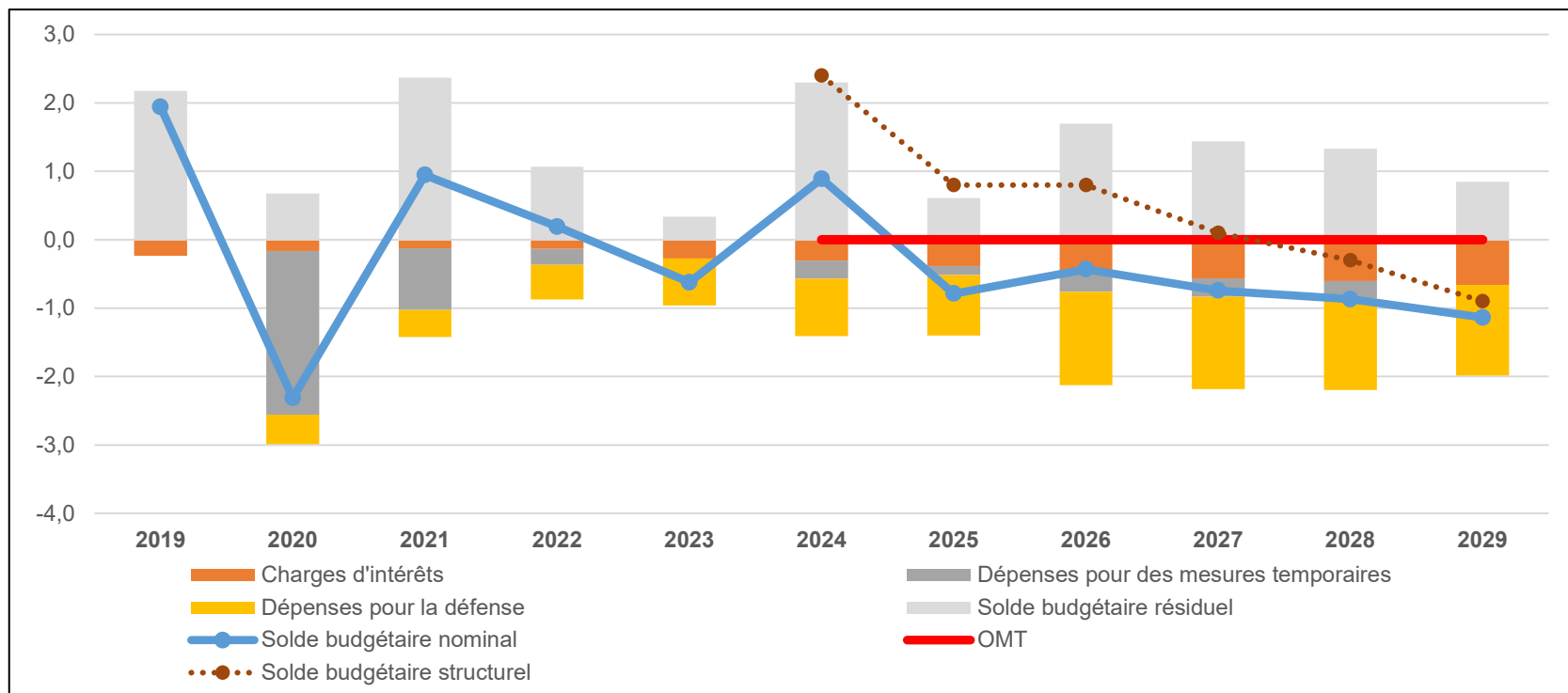
Sources : Projet de budget 2026, calculs BCL. * projection pour 2026 de la LPFP 2025-2029.

Projections du projet de budget 2026 (octobre 2025) pour l'année 2026:

- Ratio de dette : 27,0 % du PIB
- PIB nominal : 94 313 mio EUR
- Dette publique brute : 25 480 mio EUR

Slide de réserve (10/10)

Décomposition du solde budgétaire nominal (en % du PIB)



Sources: STATEC, ministère des Finances, LPFP 2025-2029, calculs BCL.

Note: Le solde budgétaire résiduel est calculé en retranchant du solde budgétaire nominal les charges d'intérêts, les dépenses pour les mesures temporaires et les dépenses pour la défense. Les dépenses pour les mesures temporaires concernent les dépenses effectuées lors de la pandémie, de la crise de l'énergie ainsi que les deux nouvelles mesures sur le prix de l'électricité pour la période 2026-2028.

- La pandémie et la crise de l'énergie se sont estompées, mais les mesures temporaires continuent et pèsent sur le solde budgétaire jusqu'en 2028.
- Les charges d'intérêts augmentent avec les taux d'intérêts et les dépenses pour la défense augmentent en lien avec les engagements dans l'OTAN.
- L'effort nécessaire sur les autres postes pour assurer un solde budgétaire nominal proche de l'équilibre est insuffisant et l'écart se creuse sur la période 2027-2029.