

Encadré 1

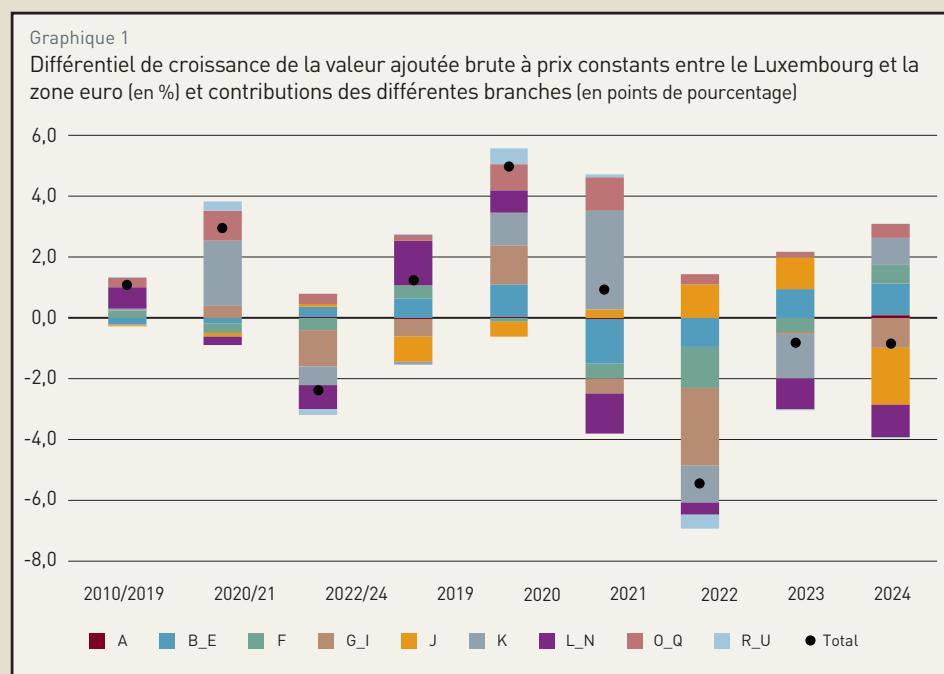
## ÉCART DE CROISSANCE ENTRE LE LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO SELON L'OPTIQUE DE LA PRODUCTION DU PIB

Cet encadré présente l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro selon l'optique de la production du PIB. L'agrégat de référence est la valeur ajoutée brute (VAB) à prix constants, qui est très proche du PIB à prix constants<sup>11</sup>. La VAB peut être ventilée par branches d'activités, ce qui permet de déceler les origines des différences de croissance entre le Luxembourg et la zone euro.

### ÉCART DE CROISSANCE ENTRE LE LUXEMBOURG ET LA ZONE EURO - APPROCHE AGRÉGÉE

Sur la période 2010-2019, la VAB à prix constants a progressé de 2,5 % en moyenne par année au Luxembourg, contre 1,4 % dans la zone euro. Le différentiel de croissance (point noir au graphique 1) s'est donc élevé à 1,1 p.p. par an en moyenne.

Cet écart positif a nettement augmenté lors de la pandémie. Sur la période 2020-2021, la croissance économique du Luxembourg a été de 3,2 % en moyenne, soit nettement supérieure à la croissance moyenne de 0,2 % telle qu'observée dans la zone euro. Ce différentiel de croissance de 3,0 p.p. est également élevé dans une comparaison historique, même si des écarts plus importants avaient été enregistrés au cours des deux décennies précédentes.



Note : 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 totale à prix constants.

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

Comme on l'a mis en évidence aux pages précédentes, globalement, l'économie du Luxembourg a été beaucoup moins impactée par la crise du COVID en 2020 que ne le fut la zone euro. De plus, la sortie de la pandémie est survenue plus tôt que dans l'ensemble de la zone euro et la croissance avait été particulièrement plus forte au Luxembourg en 2021.

<sup>11</sup> La valeur ajoutée brute (VAB) correspond à la valeur de la production diminuée de celle de la consommation intermédiaire. La VAB augmentée des impôts sur les produits (TVA, droits d'accises, etc.) et diminuée des subventions sur les produits donne le PIB. En moyenne, les impôts diminués des subventions sur les produits comptent pour environ 10 % du PIB, et la VAB pour 90 %. Cette part très élevée de la VAB dans le PIB fait que les évolutions du PIB et de la VAB sont très proches.

Au cours de la période postpandémique, le différentiel s'est inversé. La zone euro a connu une croissance moyenne de 1,9 % durant les années 2022-2024, tandis que le Luxembourg a enregistré une contraction moyenne de 0,5 %. Ce différentiel de croissance, de -2,4 p.p. par an, est exceptionnel, et ce pour plusieurs raisons. D'abord, il est négatif, ce qui est plutôt rare<sup>12</sup>. Ensuite, il est très élevé (en valeur absolue) et il a persisté sur une période relativement longue. Enfin, il est apparu à un moment où l'économie du Luxembourg enregistrait une stagnation, voire une baisse de son activité, tandis que celle de la zone euro connaissait une croissance positive.

L'analyse temporelle montre que le différentiel de croissance a été très défavorable en 2022 (-5,5 p.p.), avant de se réduire en 2023 (-0,8 p.p.) et de rester quasiment inchangé en 2024 (-0,9 p.p.). L'écart défavorable en 2022 est très élevé, mais il s'explique sans doute en partie par des effets mécaniques et temporaires liés à la sortie de la pandémie. D'une part, en raison d'une sortie rapide de la pandémie, la croissance enregistrée au Luxembourg a été plus faible en 2022. D'autre part, comme la reprise dans la zone euro s'est installée plus tardivement et s'est aussi étendue jusqu'en 2022, sa croissance a été plus élevée.

### APPROCHE DÉSAGRÉGÉE (PAR BRANCHES)

Le graphique 1 présente également une vue désagrégée par branches. Les barres indiquent les contributions des différentes branches à l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro pour l'économie dans son ensemble<sup>13</sup>.

Sur la période 2010-2019, les contributions au différentiel de croissance ont été positives pour toutes les branches, sauf pour l'industrie (codes NACE B\_E), dont la contribution a été négative, et pour les branches de l'agriculture (code NACE A), du commerce au sens large (codes NACE G\_I), de l'information et de la communication (code NACE J) et du secteur financier (code NACE K), dont les contributions ont été approximativement nulles. La contribution la plus positive provient de la branche des services privés aux entreprises (codes NACE L\_N) (barres bleues sur le graphique), qui explique 0,7 p.p. de l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro.

En 2020-2021, la situation a évolué et les contributions des branches ont été moins homogènes. Tout d'abord, les branches de l'industrie (B\_E), de la construction (F), de l'information et de la communication (J) ainsi que des services privés aux entreprises (L\_N) ont contribué négativement au différentiel de croissance de l'économie dans son ensemble avec la zone euro. Cependant, la contribution du secteur public au sens large (O\_Q) est devenue plus positive et, surtout, c'est le secteur financier (K) (barres en vert foncé au graphique 1) qui a fortement contribué à creuser l'écart de croissance en faveur du Luxembourg.

Sur la période 2022-2024, la situation s'est profondément inversée. Toutes les branches ont contribué négativement au différentiel de croissance du Luxembourg, à l'exception des branches de l'agriculture (A), de l'industrie (B\_E), de l'information et de la communication (J) et du secteur public au sens large (O\_Q). Les contributions négatives au différentiel ont été particulièrement élevées pour quatre branches (par ordre de contribution négative) : 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.). Ces contributions étaient très négatives en 2022 avant de s'améliorer partiellement en 2023, à l'exception toutefois d'une détérioration supplémentaire dans le secteur financier (K) et les services privés aux entreprises (L\_N). Elles sont restées négatives en 2024, à l'exception de la construction (F) et du secteur financier (K) dont les contributions au différentiel de croissance de l'économie dans son ensemble sont devenues positives.

12 Le Luxembourg a enregistré un différentiel de croissance défavorable à sept reprises au cours des 29 dernières années, à savoir en 1996, 2008, 2011, 2017, 2018, 2022 et 2023. L'écart négatif le plus important avant la pandémie avait été enregistré en 2017 (-1,8 p.p.).

13 La contribution d'une branche à l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro est calculée en soustrayant sa contribution à la croissance de la VAB totale de la zone euro de la contribution de cette même branche dans la croissance de la VAB totale du Luxembourg. La contribution d'une branche à la croissance de la VAB totale de son économie est calculée en multipliant le taux de variation de cette branche par sa part dans la VAB totale de l'économie. La contribution d'une branche à l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro est donc également influencée par les parts des différentes branches dans l'économie luxembourgeoise et dans celle de la zone euro. La contribution d'une branche à l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro peut aussi être approximée en multipliant l'écart de croissance entre la VAB de la branche du Luxembourg et de la zone euro par la part moyenne de cette branche dans les deux économies.

Le tableau 1 fournit des informations plus détaillées à leur sujet. À l'exception du fait que toutes ces quatre branches ont connu un recul moyen de leur activité au Luxembourg entre 2022 et 2024, elles se caractérisent par des situations hétérogènes lorsqu'on compare l'évolution de ces branches au Luxembourg et dans la zone euro.

Tableau 1 :

**Variation de la valeur ajoutée brute à prix constants dans les branches de la construction (F), du commerce au sens large (G\_I), du secteur financier (K) et des services privés aux entreprises (L\_N) (en %), écart de croissance pour ces quatre branches entre le Luxembourg et la zone euro (en points de pourcentage) et parts de ces branches dans l'économie (en % de la valeur ajoutée brute totale à prix courants)**

	CONSTRUCTION (F)			COMMERCE AU SENS LARGE (G_I)			FINANCE ET ASSURANCES (K)			SERVICES PRIVÉS AUX ENTREPRISES (L_N)		
	LU	ZE	ÉCART DE CROISSANCE	LU	ZE	ÉCART DE CROISSANCE	LU	ZE	ÉCART DE CROISSANCE	LU	ZE	ÉCART DE CROISSANCE
2010-2019	2,9	-1,2	4,2	2,0	1,7	0,3	0,3	0,2	0,1	5,5	1,8	3,7
2020-2021	-5,6	-0,5	-5,1	-1,2	-2,6	1,5	9,4	3,5	5,9	0,0	1,2	-1,2
2022-2024	-7,1	0,2	-7,3	-4,2	3,2	-7,4	-2,4	-1,0	-1,4	-0,4	2,7	-3,1
2022	-25,9	-0,4	-25,5	-6,2	8,8	-15,0	-5,0	-2,1	-2,9	2,4	4,2	-1,8
2023	-8,1	1,7	-9,8	-0,7	0,2	-0,5	-6,0	-2,6	-3,4	-1,4	2,1	-3,5
2024	12,8	-0,7	13,4	-5,6	0,9	-6,5	3,8	1,7	2,1	-2,4	1,7	-4,1
Parts *	5,0	5,3		14,9	18,3		25,9	4,6		22,7	23,4	

Note : \* Il s'agit de la moyenne des années 2020-2024

Sources : STATEC, Eurostat, calculs BCL

Le secteur « Finance et assurances » (K) est le secteur le plus large au Luxembourg (25,9 % dans la VAB totale, contre seulement 4,6 % dans la zone euro), mais il n'a contribué que relativement peu au différentiel de croissance agrégé défavorable pour le Luxembourg sur la période 2022-2024. En effet, comme on peut le voir au tableau 1, son écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro (- 1,4 p.p.) a été défavorable, mais bien moins que dans les trois autres branches. Au Luxembourg (-2,4 %), comme dans la zone euro (-1,0 %), le secteur financier a connu un recul de son activité en moyenne sur la période 2022-2024, et donc aussi une évolution inférieure à la moyenne sur la période 2010-2019 (une croissance de respectivement 0,3 % et 0,2 %).

Le commerce au sens large (G\_I), qui représente 14,9 % de la VAB totale du Luxembourg (et 18,3 % dans la zone euro), a contribué le plus au différentiel de croissance agrégé défavorable sur la période 2022-2024. En effet, son écart de croissance a été le plus négatif de toutes les branches (-7,4 p.p.). Il s'explique par un recul de l'activité dans cette branche au Luxembourg (-4,2 %) qui est aussi bien inférieur à la moyenne sur la période 2010-2019, conjugué à une croissance très élevée dans la zone euro (3,2 %) et supérieure à la moyenne sur la période 2010-2019 (voir tableau 1).

Le commerce au sens large (G\_I) comprend les sous-brances du commerce de détail et de gros et de la réparation d'automobiles (G), ainsi que le transport et l'entreposage (H), et l'hébergement et la restauration (I). Les données désagrégées du STATEC permettent des éclaircissements supplémentaires. Sur la période 2022-2024, la sous-branche du transport et de l'entreposage (H) a le plus contribué négativement à la variation de l'activité au Luxembourg, suivie de la sous-branche du commerce de détail et de gros et de la réparation d'automobiles (G). En revanche, l'hébergement et la restauration (I), qui avait connu un effondrement très important de son activité lors de la pandémie, a contribué positivement à la croissance au Luxembourg sur la période 2022-2024.

Les services privés aux entreprises (L\_N) représentent environ 23 % de l'économie au Luxembourg et dans la zone euro. À l'instar du commerce au sens large, son écart de croissance négatif (-3,1 p.p.) s'explique par un recul de l'activité dans cette branche au Luxembourg (-0,4 %), également bien inférieur à la moyenne sur la période 2010-2019, conjugué à une croissance très élevée dans la zone euro (2,7 %) supérieure de surcroît à la moyenne sur la période 2010-2019. Étant donné

sa part relativement élevée dans l'économie, sa contribution à l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro a été importante (-0,8 p.p.), mais moins marquée que pour le commerce au sens large (G\_I), dont la part est plus faible, mais qui a connu un écart de croissance plus défavorable. Contrairement aux trois autres branches cependant, l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro s'est accru au fil du temps, passant de -1,8 p.p. en 2022 à -3,5 p.p. en 2023, puis à -4,1 p.p. en 2024.

Les services privés aux entreprises (L\_N) comprennent les activités immobilières (L), les activités spécialisées, scientifiques et techniques (M) et les activités de services administratifs et de soutien (N). Sur la base des données désagrégées du STATEC, la sous-branche des activités spécialisées, scientifiques et techniques (M) a contribué négativement à la variation de l'activité au Luxembourg, tandis que les deux autres sous-branches ont contribué positivement à la croissance au Luxembourg sur la période 2022-2024.

La construction (F) représente 5,0 % de la VAB totale au Luxembourg (et 5,3 % dans la zone euro), ce qui est faible en comparaison avec les trois autres branches analysées ci-dessus. Cependant, son écart de croissance a été très négatif (-7,3 p.p.) et cette branche a contribué à hauteur de -0,4 p.p. à l'écart de croissance entre le Luxembourg et la zone euro au cours de la période 2022-2024. Dans la zone euro, l'activité n'a presque pas progressé entre 2022 et 2024 (+0,2 % en moyenne), mais toutefois plus que sur la période 2010-2019 durant laquelle l'activité avait reculé en moyenne de 1,2 % par an. En revanche, au Luxembourg, la situation est inversée. L'activité a reculé de plus de 7 % en moyenne par an sur la période 2022-2024, alors qu'elle avait connu une croissance moyenne proche de 3 % sur la période 2010-2019. Le recul a été particulièrement élevé en 2022 (-25,9 %) et 2023 (-8,1 %). Malgré une reprise en 2024 (+12,8 %), le niveau de la VAB reste très en deçà des niveaux atteints avant 2022. En cumulé, l'ampleur et la persistance de ce recul sur une période aussi longue constituent des phénomènes inédits au Luxembourg.

L'évolution défavorable dans ces branches a également eu des incidences sur l'emploi. Dans le secteur financier (K), le commerce au sens large (G\_I) et les services privés aux entreprises (L\_N), la progression de l'emploi salarié a ralenti entre 2022 et 2024, mais est restée positive. À l'inverse, dans la construction (F) qui a enregistré le recul le plus important de l'activité, l'emploi salarié a baissé de 5,7 % entre 2022 et 2024, ce qui constitue également une situation inédite au Luxembourg<sup>14</sup>.

Finalement, si l'écart de croissance défavorable entre le Luxembourg et la zone euro sur la période 2022-2024 s'explique par quatre branches, l'approche descriptive ne permet pas d'identifier les facteurs à l'origine de la baisse de l'activité dans ces branches au Luxembourg. Seul le secteur financier a également connu un recul de son activité dans la zone euro, ce qui pourrait suggérer l'existence de facteurs communs à leur évolution. Pour le secteur financier, la mesure de l'activité économique selon la méthodologie du SEC2010 est également un exercice délicat<sup>15</sup>. Les trois autres branches cependant ont toutes affiché une progression de leur activité dans la zone euro sur la période récente et il convient de s'interroger si le recul est transitoire au Luxembourg ou si des facteurs structurels pourraient le pérenniser<sup>16</sup>.

14 Voir aussi le graphique 11 dans le chapitre 1.1.6. Sur la base des données trimestrielles, le recul de l'emploi salarié entre son niveau le plus élevé (4<sup>e</sup> trimestre 2022) et son niveau le plus bas (2<sup>e</sup> trimestre 2025) s'élève même à -8,3 %.

15 Voir à cet effet le chapitre 1.1.8 Projections à court terme pour le Luxembourg et notamment le lien entre les résultats du secteur bancaire et la VAB du secteur financier.

16 De manière générale, au-delà du fait que les données sont sujettes à révision, le Luxembourg est une très petite économie ouverte avec un nombre limité d'entreprises, mais dont la taille peut être comparativement élevée, en particulier si ces entreprises sont aussi actives sur les marchés à l'exportation et/ou s'il s'agit d'entreprises multinationales. Leur activité peut être volatile ou erratique, ce qui peut alors exercer des incidences proportionnellement élevées sur les agrégats macroéconomiques, et encore plus sur les agrégats au niveau des branches, qui ne s'observeraient pas dans une plus grande économie. Pour les multinationales, les décisions sont souvent prises au niveau du groupe, donc à l'extérieur du Luxembourg, ce qui peut avoir une incidence sur l'évolution des activités au Luxembourg.