



01

CONJONCTURE INTERNATIONALE



Les pressions inflationnistes ont diminué à l'échelle mondiale et laissé place à des politiques monétaires moins restrictives, particulièrement en zone euro. D'autres éléments liés au contexte international ont cependant évolué dans une direction moins favorable au cours des derniers mois, en particulier l'orientation de la politique commerciale américaine vers un relèvement massif des droits de douane. Beaucoup d'incertitudes règnent encore quant aux décisions qui seront effectivement adoptées dans ce domaine, que ce soit de la part des États-Unis ou d'autres pays. Ce manque de visibilité perturbe déjà les rouages de l'économie. L'ensemble des prévisionnistes ont en tout cas nettement revu à la baisse leurs perspectives d'activité mondiale pour cette année et l'année prochaine.

En zone euro, l'expansion prévue demeurerait ainsi faible en 2025, légèrement inférieure à 1%, soit en ligne avec celle de 2024, et ne se redresserait que timidement en 2026. Une correction des marchés financiers sur fond d'inquiétudes quant à la conduite de la politique économique américaine pourrait notamment réduire à peu de chagrin la progression de l'activité en zone euro l'année prochaine. Les risques baissiers entourant ces prévisions sont par ailleurs prédominants, considérant notamment l'escalade récente des tensions au Moyen-Orient.

Tableau 1.1

Prévisions de la Commission européenne

	PIB à prix constants			Prix à la consommation			Nombre de chômeurs			Solde budgétaire		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
	Variation en %			Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB		
Belgique	1.0	0.8	0.9	4.3	2.8	1.8	5.7	6.1	5.8	-4.5	-5.4	-5.5
Allemagne	-0.2	0.0	1.1	2.5	2.4	1.9	3.4	3.6	3.3	-2.8	-2.7	-2.9
Irlande	1.2	3.4	2.5	1.3	1.6	1.4	4.3	4.3	4.4	4.3	0.7	0.1
Grèce	2.3	2.3	2.2	3.0	2.8	2.3	10.1	9.3	8.7	1.3	0.7	1.4
Espagne	3.2	2.6	2.0	2.9	2.3	1.9	11.4	10.4	9.9	-3.2	-2.8	-2.5
France	1.2	0.6	1.3	2.3	0.9	1.2	7.4	7.9	7.8	-5.8	-5.6	-5.7
Italie	0.7	0.7	0.9	1.1	1.8	1.5	6.5	5.9	5.9	-3.4	-3.3	-2.9
Luxembourg ¹	1.0	1.7	2.0	2.3	2.1	1.8	6.4	6.6	6.4	1.0	-0.4	-0.5
Pays-Bas	1.0	1.3	1.2	3.2	3.0	2.0	3.7	3.9	4.0	-0.9	-2.1	-2.7
Autriche	-1.2	-0.3	1.0	2.9	2.9	2.1	5.2	5.3	5.2	-4.7	-4.4	-4.2
Portugal	1.9	1.8	2.2	2.7	2.1	2.0	6.5	6.4	6.3	0.7	0.1	-0.6
Finlande	-0.1	1.0	1.3	1.0	1.7	1.5	8.4	8.6	8.3	-4.4	-3.7	-3.4
Danemark	3.7	3.6	2.0	1.3	1.6	1.5	6.2	6.2	6.3	4.5	1.5	0.6
Suède	1.0	1.1	1.9	2.0	2.2	1.6	8.4	8.7	8.4	-1.5	-1.5	-0.8
UE	1.0	1.1	1.5	2.6	2.3	1.9	5.9	5.9	5.7	-3.2	-3.3	-3.4
Zone euro	0.9	0.9	1.4	2.4	2.1	1.7	6.4	6.3	6.1	-3.1	-3.2	-3.3
Royaume-Uni	1.1	1.0	1.3	3.3	3.6	2.6	4.3	4.4	4.4	-6.0	-5.3	-4.4
Japon	0.1	0.7	0.6	2.7	2.6	2.3	2.6	2.5	2.5	-2.5	-2.8	-3.0
États-Unis	2.8	1.6	1.6	2.9	3.0	2.3	4.0	4.3	4.5	-7.5	-6.7	-5.8

¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC. Source: Commission européenne (19.05.2025)

¹ Elle tournait autour de 2% sur les années pré-Covid.

Une économie mondiale encore dynamique en 2024...

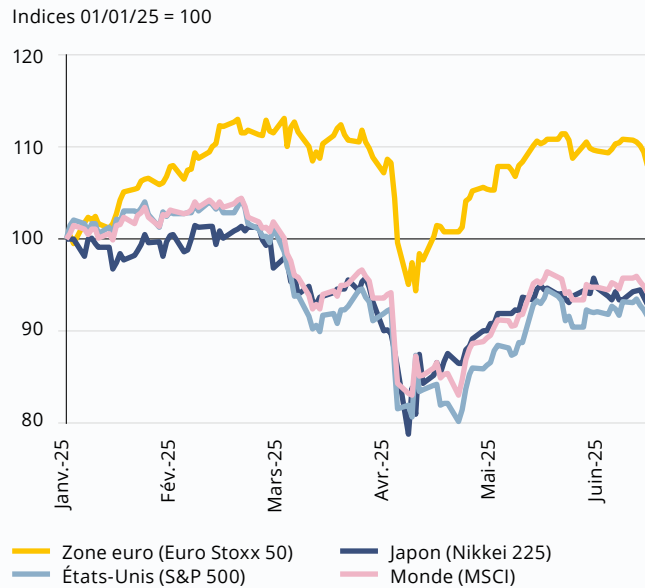
La croissance mondiale est demeurée solide en 2024 (+3.3% selon les données de la Commission européenne), portée notamment par le dynamisme des États-Unis (+2.8%), de la Chine (+5.0%, conforme à la décimale près à l'objectif annoncé par les autorités chinoises) et de l'Inde (+6.5%, marquant toutefois un ralentissement par rapport aux années précédentes). Sous l'effet du reflux de l'inflation, les politiques monétaires ont pris une tournure plus accommodante et majoritairement opté pour des baisses de taux d'intérêt (voir ci-après). Sur ce point, tous les pays n'ont cependant pas été logés à la même enseigne: au Japon, l'inflation est demeurée élevée et supérieure à la progression des salaires, entraînant une chute de la consommation (le pays s'est retrouvé en quasi-stagnation). L'inflation s'est nettement rétractée en Europe, mais sans pour autant redynamiser significativement l'économie: en zone euro, la croissance est restée inférieure à 1%¹. L'Allemagne, enchaînant une deuxième année consécutive de légère récession, a nettement pesé sur ce résultat, contrairement à l'Espagne qui a repris le rôle de locomotive.

... mais l'horizon s'est nettement assombri à l'entrée de 2025

Le contexte économique international a sensiblement évolué depuis le début de l'année, sous l'effet majeur de la nouvelle politique commerciale américaine. Conformément à ses annonces de campagne, et comme il l'avait déjà fait au cours de son premier mandat, le président Trump a choisi le levier des droits de douane pour protéger l'économie américaine d'une concurrence internationale jugée déloyale. Mais cette fois-ci, il a frappé bien plus fort, en annonçant des taux d'application extrêmement élevés (il faut remonter à plus d'un siècle en arrière pour retrouver de tels niveaux). Cette décision, qui semble davantage portée par des motivations idéologiques que par une réflexion économique – considérant le contenu en importations élevé des produits manufacturés consommés par les Américains – comporte de nombreux risques, pour les États-Unis eux-mêmes et pour leurs principaux partenaires commerciaux. Les effets attendus incluent notamment une baisse de l'activité économique et du commerce mondial, une désorganisation des chaînes de production et une résurgence de l'inflation (aux États-Unis en particulier et dans les pays qui prendraient des mesures de rétorsion significatives sur les importations de produits américains). Par ailleurs, les nombreux revirements de décisions sur l'application effective de ces droits de douane renforcent considérablement l'incertitude, ce qui n'est jamais bon pour les investisseurs (de la sphère réelle ou financière).

Graphique 1.1

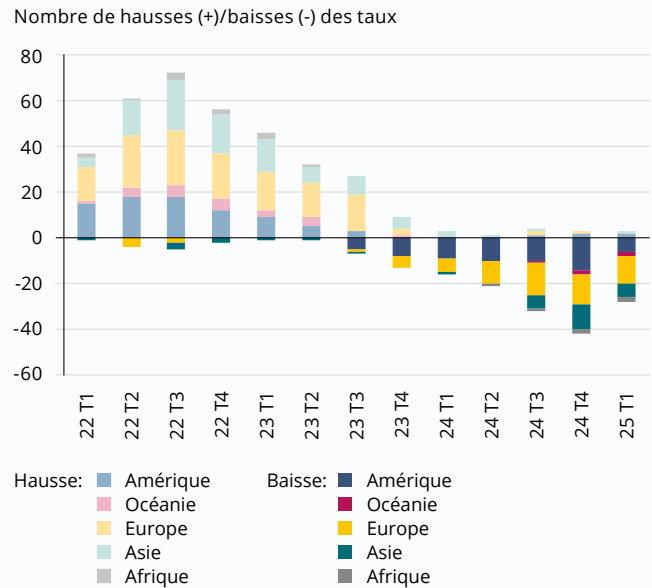
Sur des marchés chahutés, les indices européens font bonne figure



Source: Macrobond

Graphique 1.2

La baisse des taux directeurs se poursuit



Sources: BRI, calculs STATEC

Turbulences sur les marchés financiers

Les multiples annonces sur les modifications des droits de douane déstabilisent les marchés boursiers. En témoigne la forte hausse des indices de volatilité des actions, obligations et devises sur les principaux marchés mondiaux. Le baromètre de la peur (le VIX, qui mesure la volatilité du S&P 500) a grimpé en avril à des niveaux qui n'avaient plus été observés depuis le début de la crise sanitaire.

Les cours des actions ont fortement chuté en mars et en avril (cf. graphique 1.1). Dans cette tourmente, la zone euro a toutefois moins souffert. L'indice boursier européen affiche ainsi une croissance de 9.4% sur les cinq premiers mois de 2025, alors que le S&P 500 américain avait tout juste retrouvé son niveau de décembre 2024 à la fin du mois de mai² et le Nikkei 225 du Japon n'avait pas encore remonté la pente (-6%). L'euro s'est apprécié face aux devises des principaux partenaires commerciaux, le taux de change effectif nominal de la zone euro atteignant le 22 avril un niveau record depuis la création de la zone. La demande pour les obligations souveraines s'est accrue pour la zone euro, alors qu'elle a diminué pour les bons du Trésor américain (valeurs refuges habituellement privilégiées en cas de hausse du risque) en raison d'une certaine défiance sur la dette américaine³ et des ventes automatiques de certains fonds spéculatifs.

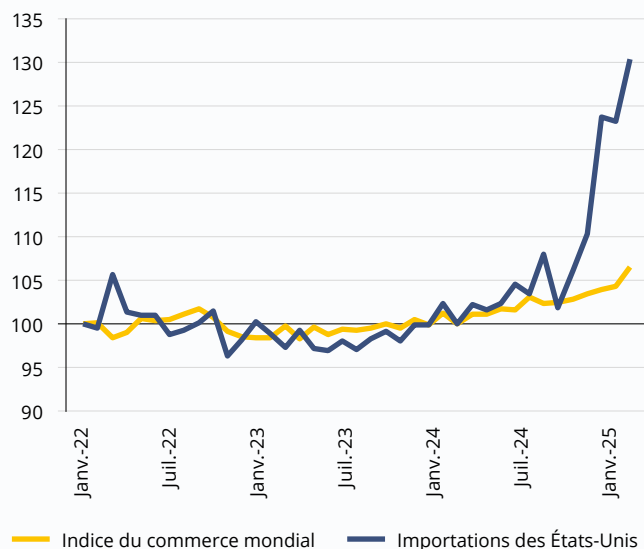
La plupart des grandes économies avancées ont continué à réduire les taux d'intérêt directeurs sur les derniers mois (cf. graphique 1.2). En zone euro, quatre baisses ont déjà eu lieu cette année (huit depuis juin 2024) et une supplémentaire est attendue après l'été selon le FMI et l'OCDE, compte tenu de la prédominance des risques baissiers sur les perspectives d'inflation et de croissance⁴. Aux États-Unis, le taux directeur devrait être moins abaissé que ce qui était escompté à l'automne 2024 (voire pas abaissé du tout), avec des prévisions d'inflation au-dessus de l'objectif, quel que soit le scénario sur les droits de douane. Un assouplissement progressif est également prévu au cours des deux prochaines années en Australie et au Royaume-Uni. Au Canada, les taux directeurs devraient être encore abaissés, avec une ampleur très incertaine (celle-ci dépendra beaucoup des décisions sur les droits de douane). Au Japon et au Brésil par contre, les taux directeurs devraient être relevés progressivement pour garantir que les anticipations d'inflation restent bien ancrées.

- 2 Converti en euros, il affiche tout de même une baisse de 8% sur les cinq premiers mois de 2025.
- 3 L'agence de notation Moody's a d'ailleurs ôté aux États-Unis la notation suprême sur sa dette (Aaa), devenue trop lourde et trop coûteuse, et s'attend à un déficit de 9% d'ici 2035 lié "à la hausse des charges d'intérêt sur la dette, la hausse des dépenses et une génération de revenus assez faible".
- 4 La BCE a d'ailleurs réduit en juin ses prévisions d'inflation pour 2025 et 2026. La croissance atone (liée aux effets négatifs des droits de douane), conjuguée à la baisse des coûts de l'énergie et à l'appréciation de l'euro, freinera les pressions sur les prix.

Graphique 1.3

Les échanges internationaux de marchandises stimulés par l'anticipation des relèvements de droits de douane...

Indices janv. 22 = 100

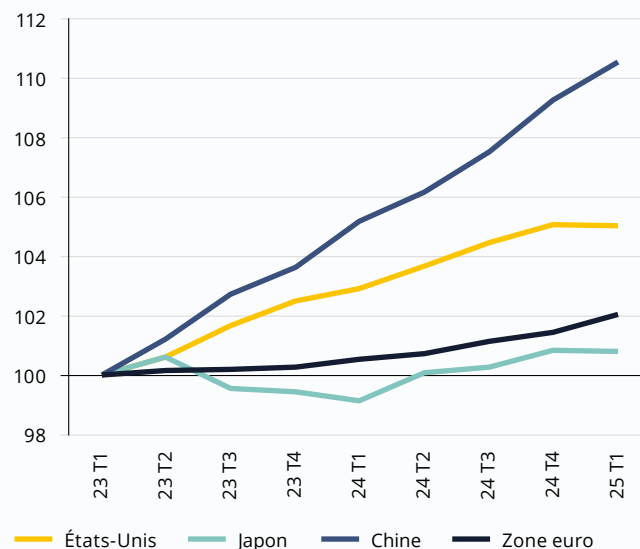


Source: CPB Netherlands

Graphique 1.4

... avec un impact à la baisse sur le PIB des États-Unis

PIB en volume, 2023 T1 = 100



Source: Eurostat

5 D'après l'enquête auprès des consommateurs de l'Université du Michigan, les anticipations d'inflation à un an sont passées de 2.6% en novembre 2024 à 6.6% en mai 2025 (elles retombent à 5.1% d'après les données provisoires de juin).

6 Les indices PMI d'activité pour la Chine se sont légèrement repliés en février et mars puis se sont redressés de manière quasi symétrique sur les deux mois suivants.

7 La plupart des prévisionnistes tablaient déjà à l'automne dernier sur une croissance en Chine inférieure à 5% en 2025 et 2026 (grosso modo à 4.5%), et les éléments liés aux tensions commerciales ont abaissé le résultat attendu à un chiffre très proche de 4% pour ces deux années.

Vers un ralentissement aux États-Unis et en Chine

Après onze trimestres consécutifs d'expansion, le PIB des États-Unis s'est légèrement rétracté au 1^{er} trimestre 2025. Ce mouvement est surtout lié à une progression inhabituelle des importations de biens, avant que les droits de douane ne soient relevés. La consommation des ménages a par ailleurs marqué un certain ralentissement et la consommation publique a reculé (en lien notamment avec les coupes effectuées dans les dépenses fédérales). Les dépenses d'investissement ont par contre nettement rebondi (surtout en machines et équipement), là aussi potentiellement à cause de la perspective du relèvement des droits de douane. L'inflation a ralenti sur le début de l'année mais demeure supérieure à la cible des 2% et les anticipations d'inflation des consommateurs se sont nettement redressées⁵.

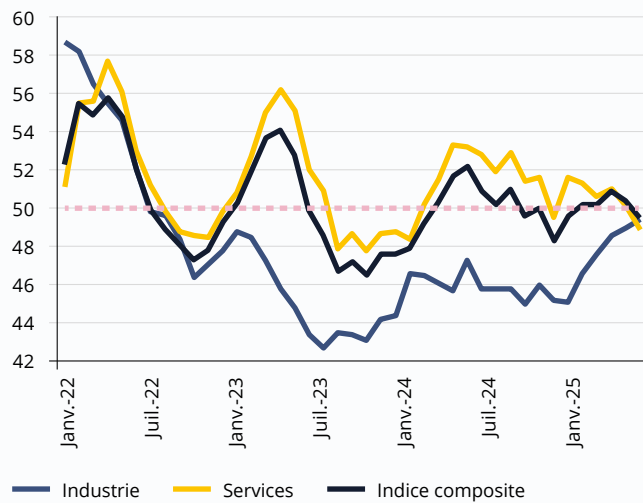
En Chine, l'activité donnait des signes de ralentissement sur la fin de 2024, mais elle a néanmoins bien résisté, soutenue notamment par les mesures engagées pour stimuler le secteur immobilier. Les enquêtes de conjoncture des derniers mois indiquent que l'économie chinoise demeurerait en expansion, mais avec une trajectoire encore hésitante⁶. Si le secteur immobilier et l'industrie ont vu leur valeur ajoutée se redresser sur les deux derniers trimestres (24 T4 et 25 T1), les activités de services montrent plutôt une perte d'élan. La consommation des ménages chinois demeure peu dynamique (sur fond de légère déflation au cours des derniers mois). Les perspectives pour cette année et l'année prochaine dépendront largement de l'évolution des relations commerciales avec les États-Unis⁷.

Au Japon, malgré un repli du PIB au 1^{er} trimestre 2025, la demande intérieure est restée bien orientée et devrait poursuivre sur cette voie pour le reste de l'année. L'investissement des entreprises en particulier, soutenu par les bénéfices élevés, a significativement augmenté. Les revalorisations de salaires (notamment celles négociées en mai) vont venir renforcer le pouvoir d'achat et stimuler la consommation. Les ménages nippons ont en effet vu l'inflation se renforcer considérablement depuis 2022 (alors qu'elle était pratiquement inexistante sur les années antérieures), sous l'effet notable de la hausse des prix de l'énergie importée et de la dépréciation simultanée du yen. Si des effets négatifs sont attendus sur les exportations avec la hausse des droits de douane américains, la croissance de l'archipel devrait rebondir à +0.7% en 2025 (après seulement +0.1% en 2024).

Graphique 1.5

Des signaux moins positifs du côté des services au 2^e trimestre

Indices PMI pour la zone euro, en points



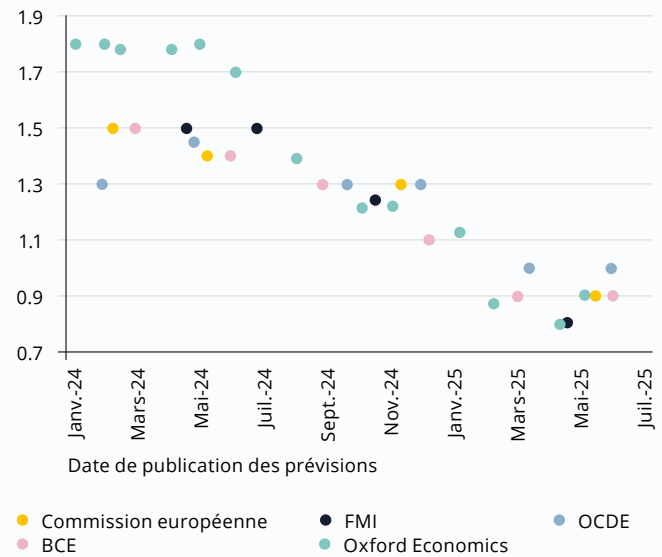
Note: Le seuil de 50 points marque la limite entre contraction et expansion de l'activité.

Sources: HCOB, S&P Global

Graphique 1.6

Des prévisions de croissance en zone euro fortement revues à la baisse pour 2025

PIB en zone euro – Prévisions de croissance pour 2025



Sources: Comme indiquées

Zone euro: un bon début d'année, mais des signaux inquiétants du côté des services

Au 1^{er} trimestre 2025, le PIB de la zone euro a progressé de 0.6%⁸ sur un trimestre (après +0.3% au 4^e trimestre 2024). Parmi les principales économies de la zone euro, l'Espagne demeure l'une des plus dynamiques, avec une hausse de 0.6% sur un trimestre. L'activité y est portée par l'ensemble des composantes de la demande intérieure (consommation privée, publique et investissements, avec une contribution de 0.4 point de %) ainsi que de la demande extérieure (0.2 point). L'Allemagne reprend du souffle avec un PIB en hausse de 0.4%, son meilleur résultat depuis plus de deux ans. Le commerce extérieur y a largement contribué, avec un net rebond des exportations de biens, notamment des produits pharmaceutiques, des voitures et des remorques, soit des catégories d'exportations importantes pour le marché américain. Ce mouvement est susceptible d'être lié aux anticipations de hausse des tarifs douaniers américains⁹ et pourrait ainsi n'être que temporaire. La consommation des ménages allemands (+0.5%) s'est cependant montrée plus dynamique que sur les précédents trimestres et l'investissement aussi (en hausse pour le 2^e trimestre consécutif aussi bien pour la construction que pour les machines et équipements). L'Italie enregistre également un bon résultat, avec une progression de 0.3% (la plus forte depuis deux ans), sous l'effet notable des performances de son secteur agricole et de l'industrie. La France montre un rebond modéré, de +0.1% sur un trimestre (après une baisse de 0.1% au 4^e trimestre, marqué par le contrecoup des Jeux olympiques). Cette reprise modeste résulte surtout d'un accroissement des stocks, les autres composantes de la demande témoignant d'un climat moins porteur¹⁰.

Les perspectives pour le 2^e trimestre sont moins favorables, les enquêtes de conjoncture signalant une dégradation du ressenti des entreprises. L'indice composite d'activité PMI pour la zone euro s'était déjà replié en avril et poursuit le mouvement en mai, repassant pour la première fois depuis 5 mois sous la barre des 50 points (cf. graphique 1.5), indiquant une légère contraction de l'activité. Ce repli provient des activités de services, qui signalent en particulier la faiblesse de la demande intérieure. Cette perte d'élan du côté des services se ressent également au Luxembourg (cf. chapitre 2). Les opinions des industriels de la zone euro tendent par contre à s'améliorer, l'indice d'activité correspondant de l'enquête PMI remontant pour le cinquième mois consécutif en mai.

- ⁸ Ce résultat a été nettement revu à la hausse par rapport à l'estimation précédente, de seulement +0.4%. Ce sont surtout les chiffres de l'Irlande, extrêmement volatils, qui ont été révisés (avec une hausse maintenant proche de 10%). Hors Irlande, le PIB de la zone euro ressort en hausse de 0.3% (contre +0.1% au 4^e trimestre 2024).
- ⁹ https://www.destatis.de/EN/Press/2025/05/PE25_182_811.html
- ¹⁰ Avec notamment une stagnation de la consommation des ménages, un repli de l'investissement (-0.2%, après déjà une baisse de 0.1% au trimestre précédent) et une contribution négative du commerce extérieur (avec une baisse des exportations de 0.7%, contre +0.2% au T4 2024).

Tableau 1.2

Principales hypothèses internationales

	Scénario central				Correction des marchés ¹		Relance publique ²	
	1995-2023	2024	2025	2026	2025	2026	2025	2026
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol. zone euro	1.5	0.8	0.8	1.0	0.7	0.2	1.0	1.4
Demande mondiale (biens, vol.)	3.9	-1.0	1.1	-0.7	0.9	-1.8	1.3	0.1
Demande mondiale (services, vol.)	4.2	3.5	1.8	2.1	1.8	1.7	1.9	2.3
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	4.1	14.0	4.6	-0.1	-1.3	-1.6	4.7	0.9
Prix PIB zone euro	1.9	2.9	2.3	2.1	2.3	1.9	2.3	2.1
Prix pétroliers (USD/baril)	57.7	80.5	67.5	67.1	66.8	61.8	67.8	69.8
Taux de change (EUR/USD)	1.19	1.08	1.09	1.10	1.08	1.09	1.09	1.12
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. act.)	8.4	6.3	6.4	6.3	6.5	6.4	6.4	6.3
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.1	3.6	2.2	2.1	2.2	1.8	2.2	2.3
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.5	3.0	3.3	3.4	3.6	3.8	3.1	3.4

¹ Dans ce scénario défavorable, les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduisent à un durcissement des conditions financières, les rendements plus élevés faisant grimper les taux de prêt et pesant sur les marchés boursiers.

² Dans ce scénario favorable, l'économie mondiale se renforce grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE.

Source: Oxford Economics (2025-2026: prévisions)

11 Ce résultat, fourni par Oxford Economics (comme toutes les autres hypothèses relatives à l'environnement international), est identique à la prévision formulée par le FMI, et légèrement inférieure à celle de la Commission européenne (+0.9%) et de l'OCDE (+1.0%).

12 Le prix du pétrole s'est cependant significativement redressé à l'approche de la clôture de rédaction de cette Note du fait de l'escalade des tensions entre Israël et l'Iran, ce qui constitue un facteur de risque baissier supplémentaire sur les perspectives d'activité.

Par rapport aux prévisions publiées dans la Note de conjoncture de décembre dernier, la croissance prévue pour la zone euro est revue à la baisse pour 2025 et 2026, en ligne avec la tendance relevée dans les prévisions des institutions internationales au cours des derniers mois (cf. graphique 1.6). Le PIB afficherait ainsi une faible progression de l'ordre de 0.8%¹¹ en 2025 (contre 1.2% auparavant) et de 1.0% pour 2026 (contre 1.5% précédemment). La demande mondiale (à la fois pour les biens et les services) serait bien moins dynamique et les prix pétroliers beaucoup plus faibles qu'anticipé en fin d'année 2024¹². Le taux d'intérêt à long terme poursuivrait sa hausse sous l'effet d'une augmentation des risques économiques et le taux de court terme pourrait être moins abaissé que prévu (à 2.2% en 2025, contre 2.0% dans les prévisions de décembre).

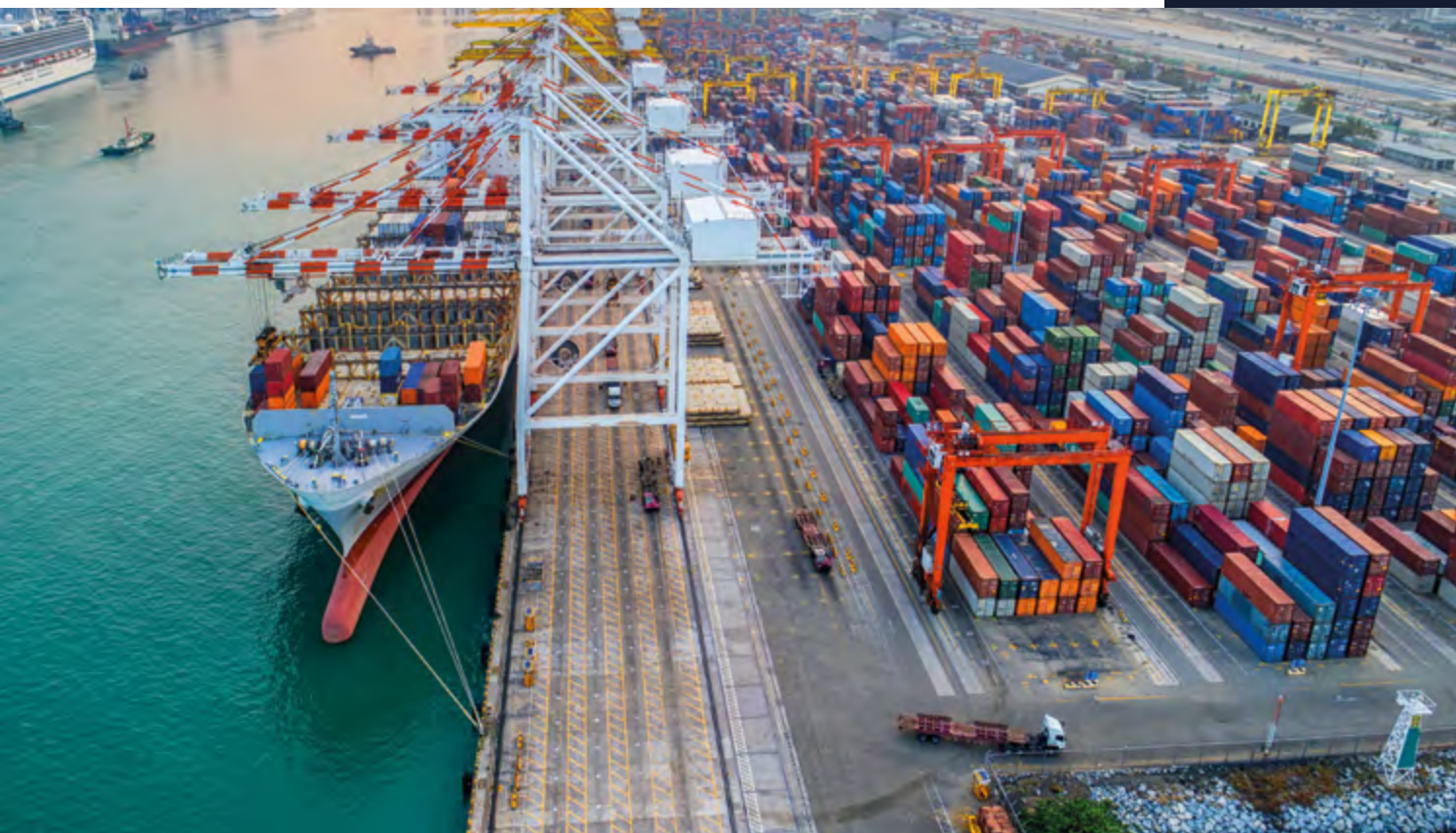
Scénarios alternatifs et risques

Les deux scénarios alternatifs relatifs aux politiques budgétaires ne sont pas symétriques en termes d'impacts par rapport au scénario central (cf. tableau 1.2).

Dans le scénario défavorable ("Correction des marchés"), les inquiétudes des investisseurs quant à la crédibilité de la politique américaine conduiraient dès 2025 à une chute des valorisations en bourse et une hausse plus prononcée des taux à long terme. La croissance du PIB en zone euro et la demande mondiale seraient fortement diminuées en 2026.

Dans le scénario favorable ("Relance publique"), l'économie mondiale se renforcerait grâce aux mesures de relance et aux réformes structurelles en Chine et aux dépenses de défense accrues dans l'UE. Cette dynamique donnerait un coup d'accélérateur aux échanges de biens au sein de la zone euro, améliorant la croissance du PIB de +0.2 point de % en 2025 et de +0.4 point en 2026 par rapport au scénario central.

L'incertitude entourant ces prévisions est particulièrement élevée, notamment avec les multiples annonces et revirements sur les modifications des droits de douane des États-Unis. Une étude spécifique y est consacrée à la fin de cette Note (cf. étude 7.1). Dans ses prévisions de mai, Oxford Economics estime que dans le pire des cas, les droits de douane qui seront appliqués réduiraient la croissance mondiale de 0.2 point de % par rapport au scénario central en 2025 (-0.1 point de % en zone euro) et de 1.6 point de % en 2026 (-0.9 point de % en zone euro).



Dans le meilleur des cas, ils augmenteraient la croissance de 0.1 point de % en 2025 et de 0.2 point de % en 2026 par rapport aux prévisions du scénario central (idem en zone euro).