



01

CONJONCTURE INTERNATIONALE



Malgré la hausse des tensions commerciales, l'économie et les échanges internationaux de marchandises ont montré une résilience notable en 2025, en particulier sur la première partie de l'année. Un ralentissement de l'activité mondiale est attendu pour l'année prochaine, mais il serait moins prononcé qu'envisagé il y a encore quelques mois. Les investissements liés à l'intelligence artificielle ont constitué un facteur de soutien à l'économie réelle et à la performance des marchés boursiers, même si ces derniers témoignent récemment de doutes sur l'engouement autour de ces nouvelles technologies.

Certains facteurs d'incertitude liés aux politiques commerciales ont été levés au cours des derniers mois, mais l'incertitude – en particulier concernant l'impact du relèvement des tarifs douaniers américains (lequel a déjà fait l'objet de multiples revirements de décision) – demeure élevée.

En zone euro, l'activité a également bien résisté sur les trois premiers trimestres de l'année, malgré des performances très contrastées selon les États membres. La croissance attendue pour cette année devrait avoisiner 1.3%, un résultat supérieur à celui des prévisions de printemps, mais elle devrait retomber sous les 1% en 2026.

Tableau 1.1
Prévisions de la Commission européenne

	PIB à prix constants			Prix à la consommation			Nombre de chômeurs			Solde budgétaire		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
	Variation en %			Variation en %			En % de la pop. active			En % du PIB		
Belgique	1,0	1,1	1,3	2,8	1,8	2,0	6,0	6,2	6,1	-5,3	-5,5	-5,9
Allemagne	0,2	1,2	1,2	2,3	2,2	1,9	3,6	3,5	3,3	-3,1	-4,0	-3,8
Irlande	10,7	0,2	2,9	1,9	1,9	1,7	4,6	4,7	4,7	1,5	1,0	0,8
Grèce	2,1	2,2	1,7	2,8	2,3	2,4	9,3	8,6	8,2	1,1	0,3	0,0
Espagne	2,9	2,3	2,0	2,6	2,0	2,0	10,4	9,8	9,6	-2,5	-2,1	-2,1
France	0,7	0,9	1,1	1,0	1,3	1,8	7,6	8,0	8,2	-5,5	-4,9	-5,3
Italie	0,4	0,8	0,8	1,7	1,3	2,0	6,2	6,1	6,0	-3,0	-2,8	-2,6
Luxembourg ¹	0,9	1,9	2,2	2,3	1,7	1,9	6,6	6,7	6,5	-0,8	-0,5	-0,8
Pays-Bas	1,7	1,3	1,7	3,0	2,5	2,1	3,9	4,1	4,3	-1,9	-2,7	-2,1
Autriche	0,3	0,9	1,2	3,5	2,4	2,2	5,6	5,5	5,3	-4,4	-4,1	-4,3
Portugal	1,9	2,2	2,1	2,2	2,0	2,0	6,3	6,2	6,1	0,0	-0,3	-0,5
Finlande	0,1	0,9	1,2	1,9	1,6	2,0	9,5	9,3	9,0	-4,5	-4,0	-3,9
Danemark	2,0	2,1	1,7	1,9	1,0	1,8	6,1	6,1	6,0	2,3	1,1	0,8
Suède	1,5	2,6	2,3	2,5	0,6	1,6	9,0	8,4	7,9	-1,7	-2,4	-2,0
UE	1,4	1,4	1,5	2,5	2,1	2,2	5,9	5,9	5,8	-3,3	-3,4	-3,4
Zone euro	1,3	1,2	1,4	2,1	1,9	2,0	6,3	6,2	6,1	-3,2	-3,3	-3,4
Royaume-Uni	1,4	1,2	1,4	3,7	2,6	2,0	4,6	4,7	4,6	-5,0	-4,2	-4,1
Japon	1,1	0,7	0,7	3,2	2,2	2,0	2,5	2,5	2,5	-1,4	-1,9	-2,0
États-Unis	1,8	1,9	2,1	2,8	3,0	2,3	4,2	4,4	4,3	-7,5	-7,8	-7,8

¹ Les prévisions de la Commission européenne pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC. Source : Commission européenne (17.11.2025)

- 1 Ces droits de douane effectifs tiennent compte, à côté des droits dits "réciproques" qui constituent la norme d'application (15% par exemple pour la plupart des produits importés de l'UE depuis le 7 août 2025), de taux spécifiques pour certaines catégories de produits (par exemple, 50% pour l'acier et l'aluminium) ainsi que d'exemptions. Ils sont calculés sur base de la composition par produit des exportations de chaque pays vers les États-Unis.
- 2 C'était aussi le cas pour le Brésil jusqu'au 20 novembre 2025, avant que le président Trump ne décide de lever les taxes douanières additionnelles appliquées aux principales exportations brésiliennes.

Face à la montée des tensions commerciales, l'économie mondiale a bien résisté

L'activité économique mondiale est demeurée relativement dynamique sur la première moitié de 2025. Malgré la forte remontée de l'incertitude sur la conduite des politiques économiques, liée principalement à l'augmentation massive des droits de douane des États-Unis, les résultats enregistrés par la plupart des économies avancées et émergentes font état d'une résilience meilleure qu'escompté. Cependant, cette résilience découle en partie de facteurs temporaires liés aux anticipations du virage protectionniste radical américain (notamment via l'accélération des flux commerciaux et la constitution de stocks). L'économie mondiale est peu susceptible d'échapper à un ralentissement, mais celui-ci serait un peu moins prononcé que dans les prévisions du printemps dernier (avec une croissance du PIB mondial qui, selon la plupart des prévisionnistes, demeurerait très proche de 3% par an à la fois en 2025 et 2026).

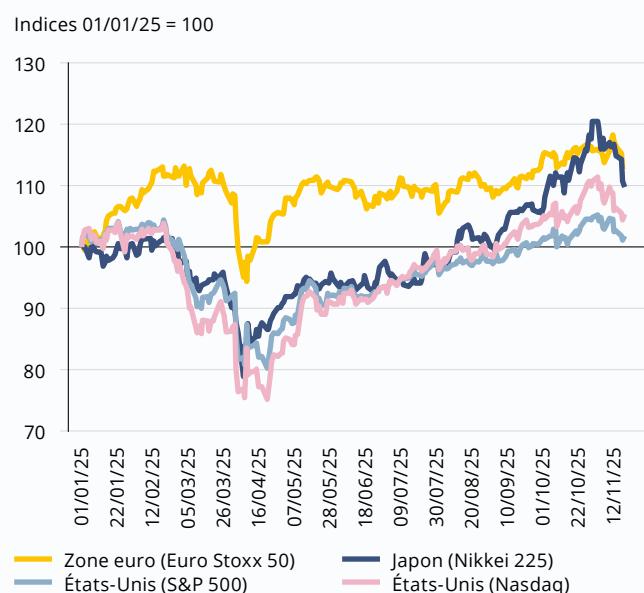
Le volume du commerce mondial de marchandises a lui aussi jusqu'à présent bien résisté : il devrait progresser en 2025 quasiment au même rythme qu'en 2024 (de l'ordre de 3,5 à 4%), selon les dernières prévisions du FMI et de l'OCDE, les deux institutions tablant toutefois sur un ralentissement en 2026.

Les éléments d'incertitude liés au commerce international demeurent nombreux

La mise en œuvre initiale des nouveaux droits de douane américains s'est accompagnée par la suite de négociations, d'accords bilatéraux et d'aménagements. Pour beaucoup de pays, les droits de douane effectifs¹ sont à présent plus élevés que les droits dits "réciproques" initiaux. C'est particulièrement le cas pour l'Inde², mais aussi pour le Luxembourg (en raison de la taxation depuis le 4 juin dernier de 50% sur l'acier et l'aluminium, qui constituent une part importante de ses exportations vers les États-Unis). Pour d'autres pays, c'est l'inverse, en particulier pour le Mexique et le Canada qui ont œuvré pour mettre certains de leurs produits en conformité avec l'Accord Canada-États-Unis-Mexique (ACEUM) afin de bénéficier d'exemptions.

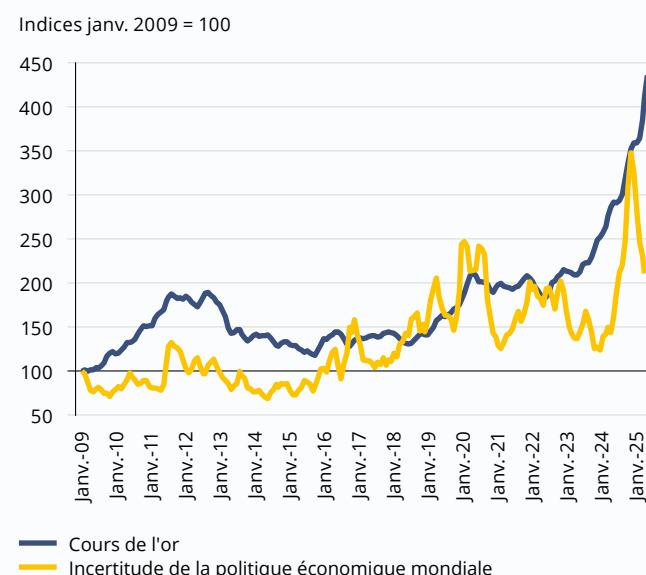
Si certains éléments d'incertitude ont disparu à la suite de ces développements, il en reste beaucoup étant donné que les revirements de décision sont (très) fréquents du côté américain. Les derniers en date sont cependant plutôt allés dans la direction d'un assouplissement, notamment à cause de la pression politique liée à la problématique du pouvoir d'achat des consommateurs américains.

Graphique 1.1 Un fort rebond boursier depuis le krach du Liberation Day



Source : Macrobond

Graphique 1.2 Un niveau d'incertitude encore élevé propulsant le prix de l'or à son pic historique



Note : moyenne mobile sur 3 mois pour l'indicateur d'incertitude.
Sources : Macrobond et Baker et al. (2016)

Un fort rebond sur les marchés financiers

Depuis leurs points bas atteints au cours du mois d'avril 2025, les principaux indices boursiers mondiaux ont très fortement rebondi : +19% pour l'Euro Stoxx 50 (entre la mi-avril et la mi-novembre), +21% pour le S&P 500 américain, +28% pour le Nasdaq et +31% pour le Nikkei 225 (cf. graphique 1.1). La détente de la politique commerciale américaine, la réduction de l'incertitude, l'espérance de forts gains de productivité liés à l'intelligence artificielle et, pour le Japon, l'annonce d'une politique budgétaire expansionniste sont venus nourrir ce rallye haussier. L'effet du "shutdown" américain (le plus long de l'histoire) ne s'est que très faiblement fait ressentir sur les indices américains. Le léger repli enregistré en novembre s'explique, entre autres, par les inquiétudes liées à une éventuelle bulle spéculative autour de l'intelligence artificielle.

La politique monétaire s'assouplit enfin aux États-Unis

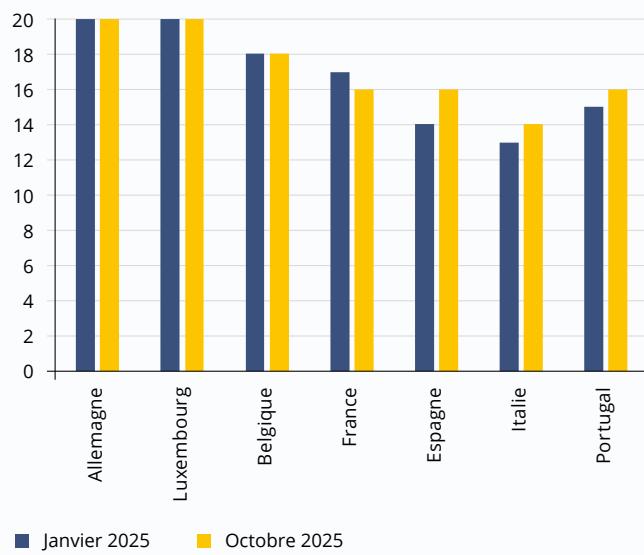
La Réserve fédérale américaine (FED) a maintenu un taux directeur élevé jusqu'en septembre et n'a procédé qu'à deux baisses de 25 points de base depuis (le portant à 3,875%). Le ralentissement de la création d'emplois aux États-Unis, couplé à une légère hausse du chômage et une activité économique modérée expliquent cet assouplissement. En zone euro, la BCE a abaissé ses taux d'intérêt directeurs à quatre reprises au premier semestre 2025 et ne les a plus modifiés depuis juin (le taux de la facilité de dépôt étant maintenu à 2,00%). De son côté, la Banque du Japon n'a pas modifié sa politique monétaire ultra-accommodante, avec un taux d'intérêt directeur de seulement 0,5%, inchangé depuis le mois de janvier 2025.

Un pic historique pour le cours de l'or, sur fond d'incertitude élevée

Le 20 octobre 2025, l'or a atteint son plus haut niveau historique à plus de 4 300 USD l'once, soit plus qu'un doublement en l'espace de deux ans (cf. graphique 1.2.). Même au cœur des deux plus récentes crises économiques mondiales, le métal jaune ne s'était pas autant apprécié : +45% lors de la crise financière de 2008 et +20% pendant la crise de la Covid-19. Ce renchérissement de l'or trouve, en partie, sa source dans le renforcement de l'incertitude entourant la politique économique mondiale³, dont le pic a été atteint au cours du mois de mai 2025.

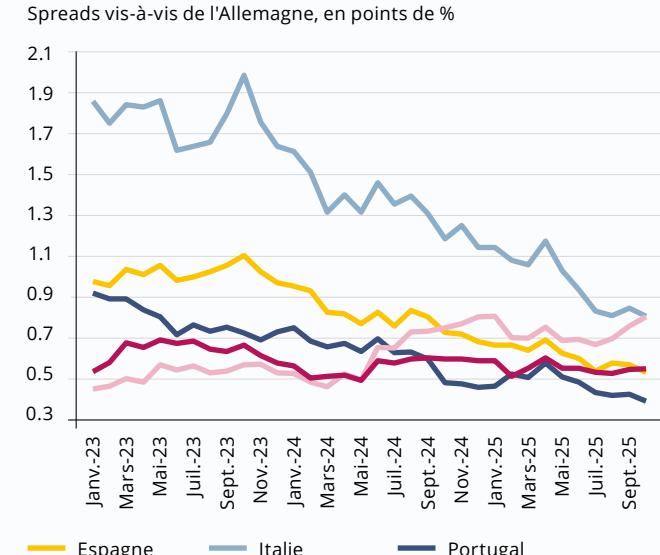
3 L'indice d'incertitude de la politique mondiale est une mesure de la fréquence relative des articles de journaux de 18 pays contenant un ensemble de trois termes liés à l'économie, aux politiques publiques et à l'incertitude.

Graphique 1.3
De meilleures notes pour les pays du Sud, une dégradation pour la France...



Les notations en lettres ont été converties en notes sur 20 (20 étant la meilleure AAA, 0 correspondant à CCC-).
Source : S&P Global Ratings

Graphique 1.4
... qui se reflètent dans les spreads de taux souverains



Source : Macrobond

4 Parmi les acheteurs les plus importants, on compte : la Banque populaire de Chine (BPC), la Banque centrale de Russie et la Banque centrale de la république de Turquie. Ainsi, la BPC a acheté pour un total cumulé de plus de 244 tonnes en 2023 et 2024.

Ce climat d'incertitude latent depuis le milieu de l'année 2024 est ainsi venu renforcer le rôle de valeur refuge joué par l'or, alimentant à la hausse la demande de métal jaune et augmentant ainsi considérablement son prix en raison d'une offre peu élastique. De plus, de nombreuses banques centrales de pays émergents ont entamé une stratégie de diversification de leurs réserves de change, ce qui a contribué fortement à la demande d'or au cours des deux dernières années⁴.

Une dégradation de la notation souveraine de la France...

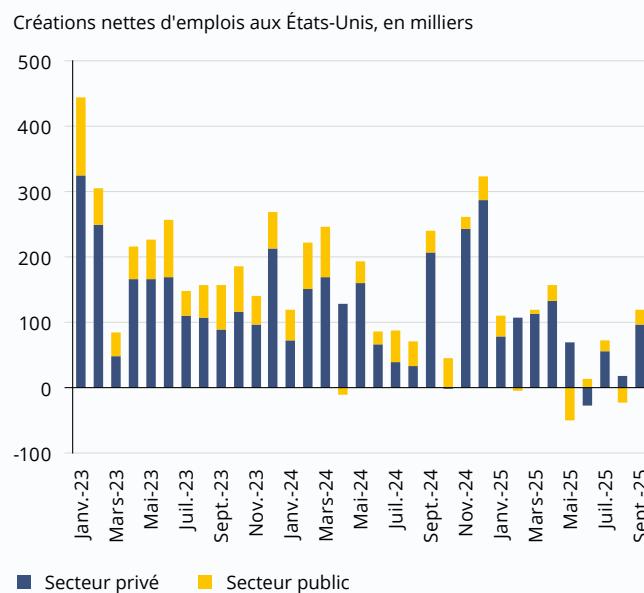
À l'automne 2025, la France a vu sa notation souveraine dégradée par Fitch et S&P Global Ratings, sur fonds de crise politique (qui retarde la procédure budgétaire) conjuguée à une croissance affaiblie, un déficit budgétaire excessif et une dette publique croissante conduisant à un potentiel renchérissement de son taux d'emprunt. La notation souveraine de la Belgique – deux crans plus élevée que celle de la France – a été assortie d'une perspective négative à cause de risques accrus liés à la mise en œuvre d'une consolidation budgétaire et à une vulnérabilité économique forte. L'Allemagne et le Luxembourg ont quant à eux conservé la notation souveraine maximale (triple A), assortie d'une perspective stable, grâce notamment à l'efficacité et à la transparence de leurs cadres institutionnels et budgétaires.

... contrastant avec une amélioration pour le sud de l'Europe

Les pays du sud de l'Europe ont pour leur part bénéficié de meilleures notations, d'un cran pour l'Italie et le Portugal et de deux crans pour l'Espagne. Cette évolution favorable s'explique par quatre facteurs communs : une amélioration notable de leurs positions extérieures nettes, une accélération du déploiement du plan NextGenerationEU, des économies résilientes et des marchés du travail robustes.

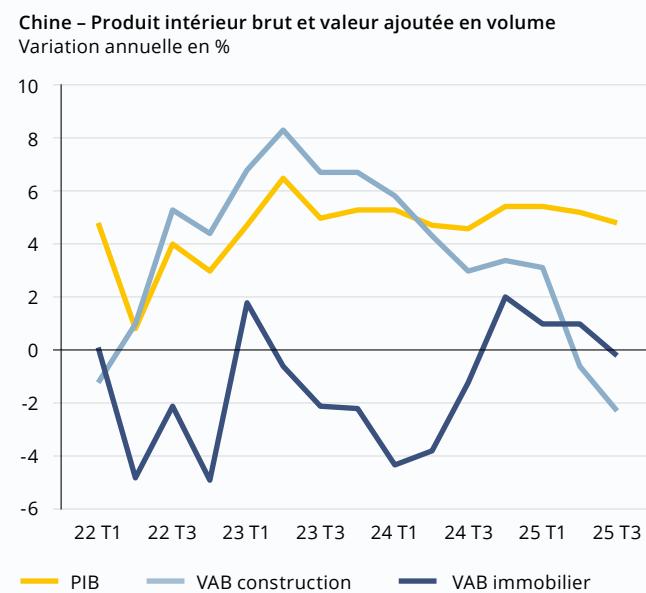
Cette amélioration de la notation souveraine se reflète également dans les spreads vis-à-vis de l'Allemagne, qui se sont réduits significativement depuis le début de l'année 2025 pour les économies du sud de l'Europe (cf. graphique 1.4). En effet, les spreads de l'Espagne et du Portugal se trouvent à des niveaux inférieurs à celui de la France, qui s'est élargi au cours des derniers mois pour rejoindre celui de l'Italie. En octobre 2025, le spread français s'élevait à 80 points de base, alors que ceux de l'Espagne et du Portugal étaient de 53 et 40 points de base respectivement.

Graphique 1.5 Coup de froid sur l'emploi américain



Source : US Bureau of Labor Statistics

Graphique 1.6 Les difficultés persistent pour le marché immobilier chinois



Source : Macrobond

Un ralentissement à l'œuvre dans la plupart des régions du globe

En Amérique du Nord, l'évolution du PIB des États-Unis a été marquée par une contribution très négative des échanges extérieurs au 1^{er} trimestre 2025 (forte hausse des importations avant le relèvement des droits de douane) suivie d'un mouvement en sens inverse au 2^e trimestre. Sur l'ensemble du 1^{er} semestre, l'activité a cependant ralenti par rapport au 2^e semestre 2024, en lien notamment avec un freinage de la consommation privée, une baisse des dépenses publiques et de l'investissement résidentiel⁵. Le relèvement des droits de douane n'a pas entraîné de flambée de l'inflation, mais celle-ci tend à augmenter légèrement⁶ (alors qu'elle diminue plutôt ailleurs dans le monde). Malgré un rebond en septembre, les créations nettes d'emplois ont été très faibles sur les derniers mois (et pas seulement à cause des coupes effectuées dans l'emploi public, cf. graphique 1.5).

Le Canada et le Mexique devraient, quant à eux, voir leur PIB progresser cette année d'environ 1% chacun (soit un demi-point de % de moins qu'en 2024), mais connaître une expansion plus vigoureuse en 2026.

Dans l'ensemble de l'Asie, on constate cette année une nette progression des exportations et investissements manufacturiers liés à l'essor de l'IA ainsi qu'un rebond marqué de la fréquentation touristique. Les nouveaux droits de douane américains tendent en revanche à affecter la performance à l'exportation de pays comme l'Inde ou le Japon⁷. Les exportations chinoises vers les États-Unis sont également en repli, mais elles se sont partiellement réorientées vers d'autres marchés (Europe, Asie du Sud-Est et Afrique). En Chine, la croissance du PIB est repassée sous la barre des 5% en rythme annuel au 3^e trimestre (cf. graphique 1.6), sous l'effet notamment d'une activité morose dans les secteurs de la construction et de l'immobilier⁸, et la demande intérieure continue à montrer des signes de faiblesse.

En Amérique du Sud, le Brésil demeure sur un sentier de croissance relativement élevé, mais se trouve également en proie au ralentissement, sur fond notamment de taux d'intérêt élevés qui pèsent sur la demande intérieure. L'Argentine, après deux années de récession et d'hyperinflation, devrait voir à l'inverse son PIB rebondir de plus de 4% cette année (le pays reste cependant marqué par les effets d'une politique budgétaire très restrictive et le risque d'une dévaluation de sa monnaie).

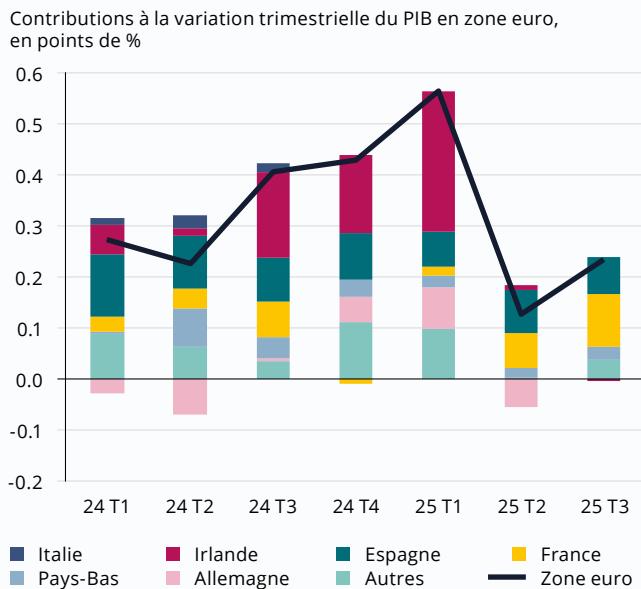
5 L'investissement des entreprises a en revanche été dynamique via les dépenses consacrées à l'IA.

6 Sous l'effet notamment du renchérissement de certains produits alimentaires et biens manufacturés.

7 Les exportations du Japon vers les États-Unis se sont repliées au 3^e trimestre. Le PIB nippon, après 6 trimestres consécutifs de progression, a reculé de 0.4% sur un trimestre, pénalisé également par la baisse de l'investissement résidentiel (lié à la mise en place de nouvelles normes de construction). La consommation des ménages y a stagné, affectée par la hausse des prix alimentaires (notamment du riz) et énergétiques.

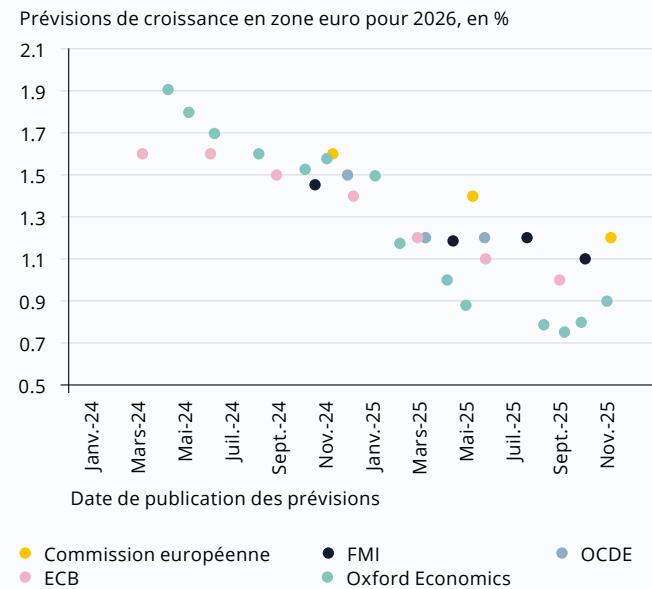
8 Les prix des logements chinois, à la fois pour les biens neufs et anciens, sont actuellement orientés à la baisse.

Graphique 1.7
Abstraction faite des chiffres volatils de l'Irlande, le PIB de la zone euro est demeuré bien orienté...



Sources : Eurostat, calculs STATEC

Graphique 1.8
... mais en 2026, la croissance pourrait s'affaiblir



Sources : comme indiquées

⁹ Le consensus des analystes de FactSet et Bloomberg tablait sur une progression de 0.1%.

¹⁰ https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2025-economic-forecast-shows-continued-growth-despite-challenging-environment_en

¹¹ Dans ces prévisions, publiées le 19 mai dernier, la croissance trimestrielle observée au 1^{er} trimestre et escomptée pour les 2^e et 3^e trimestres était grossièrement inférieure de moitié aux chiffres actuels.

Zone euro : bonne résistance de l'activité au 3^e trimestre

Au 3^e trimestre 2025, le PIB en volume de la zone euro a progressé de 0.2% sur un trimestre (+1.3% sur un an). Cette hausse est légèrement supérieure aux attentes⁹, sous l'effet notable des résultats de la France. Le PIB français affiche en effet une augmentation de +0.5% sur un trimestre, bien au-delà des +0.2% attendus à la fois par l'Insee et la Banque de France. Cette surprise positive proviendrait surtout des exportations de matériel de transport (en particulier dans le domaine de l'aéronautique) et de l'investissement des entreprises en biens manufacturés et en services (notamment dans le domaine de l'information-communication). Comme sur les trimestres précédents, les États membres de la péninsule ibérique demeurent sur une trajectoire d'expansion solide (+0.6% en Espagne, +0.8% au Portugal) à laquelle contribue largement la vigueur de la demande intérieure. L'Allemagne et l'Italie ont pour leur part échappé de peu à la récession technique (deux trimestres consécutifs de repli du PIB), enregistrant une stagnation au 3^e trimestre (après respectivement -0.1% et -0.2% au 2^e). Malgré un rebond des investissements en machines et équipements, le PIB allemand a pâti d'une contribution négative des échanges extérieurs. Ces derniers ont en revanche soutenu le résultat de l'Italie, mais la baisse des stocks y a joué en sens inverse.

Ces résultats, combinés à ceux des deux premiers trimestres, laissent entrevoir une progression de l'activité en zone euro plus forte qu'escompté il y a encore quelques mois pour l'ensemble de l'année en cours. Dans ses dernières prévisions¹⁰, la Commission européenne table maintenant sur une croissance de 1.3% en zone euro cette année, contre 0.9% dans ses prévisions du printemps dernier¹¹. Une telle révision à la hausse ressort également des nouvelles prévisions élaborées par le FMI (+1.2% dans ses prévisions d'octobre 2025, contre seulement 0.8% dans celles d'avril dernier) ou Oxford Economics (+1.4%, contre +0.8% en avril).

Pour le 4^e trimestre, les enquêtes de conjoncture apportent des signaux plutôt rassurants. L'indice composite d'activité pour la zone euro issu de l'enquête PMI a progressé pour le 4^e mois consécutif en octobre et s'inscrit au plus haut depuis deux ans et demi (et ne s'est que très légèrement replié en novembre selon l'estimation préliminaire). L'indicateur du sentiment économique élaboré par la Commission européenne tend également à remonter sur les derniers mois.

Tableau 1.2
Principales hypothèses internationales

	Scénario central				Correction des marchés ¹			Incertitude politique réduite ²		
	1995-2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
	Évolution en % sauf si spécifié différemment									
PIB en vol. zone euro	1.5	1.3	0.8	1.6	1.2	-0.5	1.0	1.3	1.6	1.6
Demande mondiale (biens, vol.)	3.8	3.1	-0.1	1.9	3.1	-2.0	-1.8	3.1	1.2	3.2
Demande mondiale (services, vol.)	4.2	2.0	1.9	2.7	2.0	1.4	2.2	2.0	2.3	2.9
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	4.4	9.4	3.5	1.3	6.7	-9.5	12.8	9.9	6.9	0.3
Prix PIB zone euro	1.9	2.3	1.9	2.0	2.3	1.4	1.6	2.3	2.1	2.3
Prix pétroliers (USD/baril)	58.5	69.8	64.3	66.5	69.0	57.3	58.8	69.9	68.4	72.6
Taux de change (EUR/USD)	1.19	1.13	1.17	1.17	1.15	1.23	1.19	1.13	1.15	1.16
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. act.)	8.3	6.3	6.2	6.0	6.3	6.3	6.2	6.3	6.1	5.9
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.1	2.2	2.1	2.1	2.2	2.0	1.5	2.2	2.1	2.1
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.4	3.2	3.3	3.3	3.2	4.2	3.8	3.0	3.3	3.2

¹ Dans ce scénario défavorable, la hausse des incertitudes sur les perspectives d'inflation et sur la dette américaine affaiblissent les marchés financiers, alourdissent les taux d'emprunt et freinent la croissance mondiale.

² Dans ce scénario favorable, la baisse des incertitudes sur la politique commerciale américaine incite les entreprises à investir et recruter, ce qui soutient les bourses et stimule la demande mondiale.

Source : Oxford Economics (2025-2027 : prévisions)

Le relèvement des droits de douane pèserait toutefois sur la croissance de l'activité l'année prochaine (+0.8% prévu en 2026, contre 1.0% prévu précédemment)¹², sous l'effet notamment d'une stagnation de la demande mondiale de biens. La croissance repartirait à la hausse en 2027 (+1.6%)¹³, portée par une reprise du commerce international de biens et services.

L'inflation en zone euro devrait poursuivre son recul en 2025 et en 2026 (respectivement +2.1% et 1.5%), puis osciller autour de 2% en 2027, permettant de maintenir le taux directeur à 2%. Le taux à long terme se stabilisera autour de 3.3% jusqu'en 2027.

Scénarios alternatifs et risques

Deux scénarios alternatifs (élaborés par Oxford Economics) entourent cette prévision. Ils se basent sur une évolution plus ou moins forte de l'incertitude concernant les politiques commerciale, monétaire et budgétaire aux États-Unis.

Dans le scénario défavorable ("Correction des marchés"), la hausse des incertitudes sur les perspectives d'inflation et sur l'impact du "One Big Beautiful Act" sur la dette américaine affaiblirait les marchés financiers et alourdirait les taux à long terme. Les États-Unis resserreront leur politique budgétaire et le dollar se déprécierait davantage par rapport aux autres économies avancées. Le PIB en zone euro se réduirait alors de 0.5% en 2026 et afficherait une modeste croissance de 1.0% en 2027.

Dans le scénario favorable ("Incertitude politique réduite"), une meilleure visibilité sur la politique commerciale américaine inciterait davantage les entreprises à investir et recruter, ce qui soutiendrait les bourses et stimulerait la demande mondiale. Une demande américaine plus soutenue stimulerait en effet les exportations des partenaires commerciaux. L'économie européenne repartirait ainsi à la hausse dès 2026 (+1.6% de croissance prévue en 2026 et 2027).

Ces deux scénarios alternatifs ne sont pas symétriques en termes d'impacts par rapport au scénario central (cf. tableau 1.2), et la probabilité du scénario défavorable est, selon Oxford Economics, plus faible que celle du scénario favorable (10% de chance pour le scénario négatif contre 15% pour le scénario positif).

¹² Ces prévisions ont été fournies par Oxford Economics en octobre (comme toutes les autres hypothèses relatives à l'environnement international). Elles sont similaires aux prévisions de la Commission européenne et du FMI pour 2025, mais bien inférieures pour 2026 (+1.1% de croissance en zone euro selon le FMI, +1.2% selon la Commission européenne).

¹³ La Commission européenne prévoit un rebond plus modeste, de +1.4% en 2027.