



01

CONJONCTURE INTERNATIONALE



Alors que l'année 2025 avait débuté par une forte incertitude sur la politique commerciale américaine, la normalisation de cette dernière et l'essor de l'intelligence artificielle (IA) sont venus soutenir la dynamique des échanges de biens et services. La croissance mondiale a, quant à elle, été alimentée par des politiques monétaires et budgétaires plus accommodantes dans les pays développés, une augmentation des dépenses de défense, un boom de l'investissement dans l'IA et des échanges commerciaux dynamiques.

Le reflux de l'incertitude mondiale observée au début de 2026 vers un niveau modéré mais encore élevé a été contrarié par le déclenchement de la guerre en Iran le 28 février 2026. Le choc énergétique qui en découle est venu raviver le spectre d'une crise inflationniste laissant présager une réponse des banques centrales plus ou moins fortes en fonction de l'ampleur du choc inflationniste.

En zone euro, l'activité économique pour 2025 s'est soldée par une hausse du PIB de 1.4%, cachant des performances contrastées entre ses différents membres. Pour l'année 2026, les prévisions restent entachées par les développements de la guerre en Iran dont les conséquences restent difficiles à évaluer à ce stade.

Tableau 1.1

Prévisions du Fonds monétaire international

	PIB à prix constants			Prix à la consommation			Nombre de chômeurs		
	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
	Variation en %			Variation en %			En % de la pop. active		
Belgique	1.0	0.7	1.1	3.0	2.8	2.2	6.2	6.2	6.1
Allemagne	0.2	0.8	1.2	2.3	2.7	2.3	3.8	3.9	3.5
Irlande	12.3	2.5	2.4	2.1	3.1	2.4	4.7	4.8	4.8
Grèce	2.1	1.8	1.7	2.9	3.5	2.7	8.9	7.4	7.1
Espagne	2.8	2.1	1.8	2.7	3.0	2.3	10.5	9.8	9.8
France	0.9	0.9	0.9	0.9	1.8	1.7	7.6	7.9	7.9
Italie	0.5	0.5	0.5	1.6	2.6	2.4	6.1	6.0	6.1
Luxembourg ¹	0.6	1.6	1.7	2.5	2.1	2.2	6.0	5.9	6.1
Pays-Bas	1.9	1.2	1.4	3.0	2.7	2.4	3.9	4.1	4.2
Autriche	0.6	0.7	1.0	3.6	2.5	2.6	5.7	5.7	5.6
Portugal	1.9	1.9	1.8	2.2	3.1	2.3	6.0	5.9	5.9
Finlande	0.2	1.0	1.5	1.8	2.5	2.2	9.7	9.6	9.1
Danemark	2.9	2.0	1.6	1.8	2.0	2.2	2.9	2.9	2.9
Suède	1.5	2.0	1.9	2.6	1.5	1.8	8.9	8.6	8.0
Zone euro	1.4	1.1	1.2	2.1	2.6	2.2	6.3	6.2	6.1
Royaume-Uni	1.3	0.8	1.3	3.4	3.2	2.4	4.9	5.6	5.3
Japon	1.2	0.7	0.6	3.2	2.0	2.3	2.5	2.5	2.5
États-Unis	2.1	2.3	2.1	2.7	3.2	2.1	4.3	4.4	4.2

¹ Les prévisions du FMI pour le Luxembourg peuvent diverger de celles du STATEC.
Source : Fonds monétaire international (14.04.2026)

¹ En raison de l'incertitude déclenchée par la guerre en Iran, le FMI a distingué deux scénarios supplémentaires dans ses perspectives économiques mondiales d'avril 2026 : « défavorable » et « sévère ». Dans les premier et second scénarios, la croissance mondiale est respectivement inférieure de 0.8 et 1.3 point de % à celle du scénario de référence.

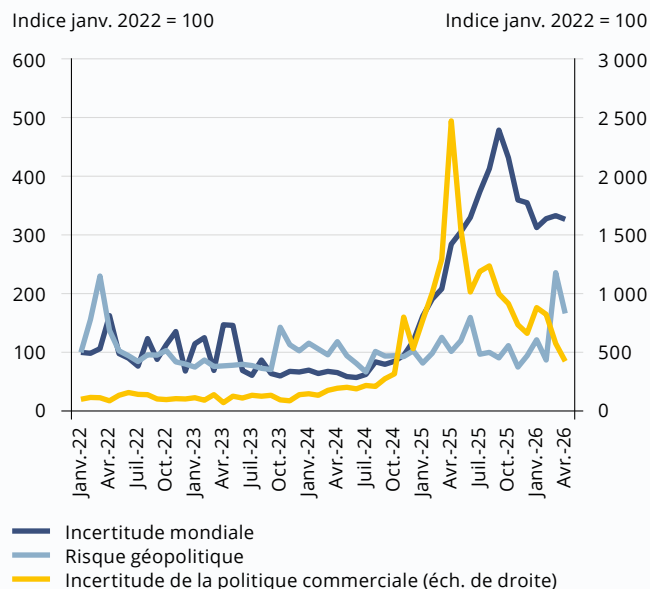
Une croissance mondiale résiliente en 2025...

Après une croissance mondiale de 3.3% en 2024 et 3.4% en 2025, le Fonds monétaire international (FMI) prévoit, dans son scénario de référence, un léger ralentissement à 3.1% pour 2026¹. En 2025, la dynamique mondiale a pu bénéficier d'une croissance chinoise résistante (+5%, comme en 2024) et d'un rebond marqué en Inde (7.6% en 2025, contre 6.5% en 2024). Les États-Unis ont vu leur PIB nettement ralentir avec seulement +2.1% pour 2025, soit 0.7 point de % de moins qu'en 2024, alors que la zone euro a connu une légère accélération à 1.4%, grâce aux bonnes performances de l'Espagne, de l'Irlande et du Portugal. L'année 2025 marque par ailleurs la sortie du Japon de la stagnation économique avec une croissance s'élevant à 1.2%, contre 0.1% en 2024. Une politique budgétaire expansionniste, une hausse de la consommation et de l'investissement expliquent le regain de dynamisme de l'économie nipponne. De manière plus générale, des politiques monétaires plus accommodantes, un boom de l'investissement dans l'intelligence artificielle (IA), une réduction des tarifs douaniers américains couplée à un repli de l'incertitude sont venus soutenir l'activité économique mondiale. Le boom des exportations de produits liés à l'IA est venu soutenir le commerce mondial de marchandises, dont la progression est estimée à 4.6% en 2025, après +2.7% en 2024. L'inflation poursuit son accélération au Japon avec 3.2% en 2025, tandis que dans la zone euro, elle a continué à osciller autour des 2%, en ligne avec l'objectif de la Banque centrale européenne (BCE). Alors que la Chine reste encore proche de la déflation en 2025, la croissance des prix demeure dynamique aux États-Unis avec une inflation de 2.7%.

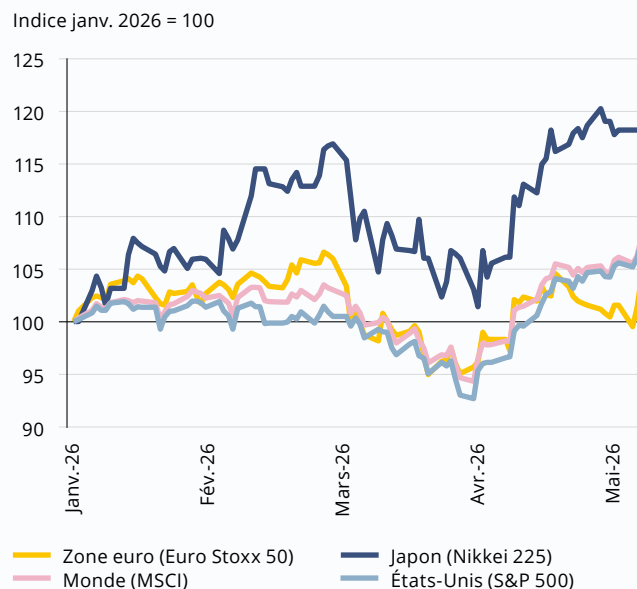
... mais des perspectives assombries pour 2026

La résilience de l'économie mondiale continuera à être mise à rude épreuve en 2026 sur fond de guerre en Iran. Les impacts de ce conflit sur l'activité économique sont teintés d'incertitude, car ils dépendent de sa durée, de son intensité et de l'ampleur des dégâts occasionnés. Cette guerre a pour le moment fait grimper les prix de l'énergie et des intrants agricoles, en perturbant leur approvisionnement. Ainsi, le conflit en Iran et une demande globale affaiblie font que, pour 2026, l'Organisation mondiale du commerce s'attend à un net ralentissement des échanges mondiaux de marchandises (+1.9% pour 2026, contre +4.6% en 2025), mais seulement à un léger freinage dans le commerce de services (4.8% en 2026, contre 5.3% en 2025).

Graphique 1.1

Le risque géopolitique pèse sur l'incertitude mondiale...

Graphique 1.2

... mais relativement peu sur les marchés boursiers

Quand une incertitude en chasse une autre

Après le pic atteint en avril 2025, l'incertitude liée à la politique commerciale américaine s'est drastiquement réduite grâce à la baisse des droits de douane américains², contribuant ainsi au recul de l'incertitude mondiale observée fin 2025 et début 2026. Toutefois, la guerre au Moyen-Orient est venue raviver les risques géopolitiques, culminant à des niveaux record, et alimenter le rebond de l'incertitude mondiale au début de 2026. Ainsi, alors que les incertitudes sur la politique commerciale américaine prédominaient, elles ont été chassées par celles portant sur les prix de l'énergie, en raison du blocage du détroit d'Ormuz par lequel transitent environ 20% du gaz naturel liquéfié et du pétrole mondial. Bien que ce conflit se soit matérialisé par un fort impact sur les marchés énergétiques, l'effet sur les marchés boursiers reste à cette heure plus limité.

Des marchés boursiers qui font de la résistance

Les deux premiers mois de 2026 se sont soldés par des performances boursières plutôt timides du côté des États-Unis et de la zone euro, après de très solides gains en 2025 pour le S&P 500 et l'Euro Stoxx 50. En effet, les investisseurs ont préféré rester prudents, favorisant les prises de bénéfices. Le rallye haussier observé sur le S&P 500 depuis plusieurs trimestres, lié à l'enthousiasme autour de l'IA, s'est également essoufflé, mettant en pause le rôle moteur desdits « 7 magnifiques ». Sur cette même période, le Japon fait figure d'exception : le NIKKEI 225 a augmenté de plus 15% en 2 mois, contre 0.5% et 6% respectivement pour le S&P 500 et l'Euro Stoxx 50. Cette surperformance de l'indice japonais s'explique, en partie, par une relance budgétaire massive³ axée sur les secteurs de la défense, de la technologie et des semi-conducteurs.

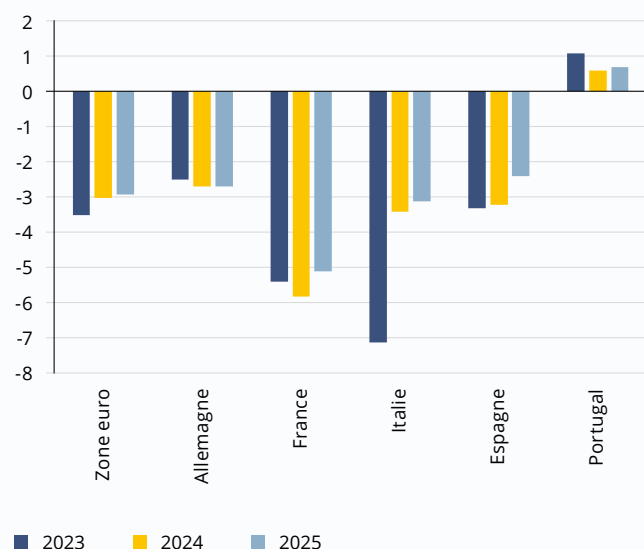
Le premier mois du conflit au Moyen-Orient est venu effacer les gains réalisés par les principaux indices. Par la suite, le cessez-le-feu entré en vigueur le 8 avril 2026, les négociations entre les États-Unis et l'Iran, le pari des investisseurs sur un conflit bref et des résultats du premier trimestre supérieurs aux attentes ont contribué à propulser les indices boursiers vers leurs plus hauts historiques. Les secteurs ayant le plus bénéficié de ce rebond sont ceux de l'énergie et du secteur bancaire européen⁴. Ils tirent leur épingle du jeu face à ce choc, tandis que le secteur technologique américain souffre d'une confiance affaiblie.

- ² Selon le FMI, les droits de douane effectifs des États-Unis vis-à-vis du reste du monde sont passés d'environ 22% à 13,5% entre le « Liberation Day » du 4 avril 2025 et mars 2026.
- ³ Le plan de relance japonais s'élève à environ 3,5% du PIB japonais.
- ⁴ Cf. Conjoncture flash d'avril.

Graphique 1.3

Un déficit budgétaire sous contrôle dans la zone euro

Solde budgétaire, % PIB

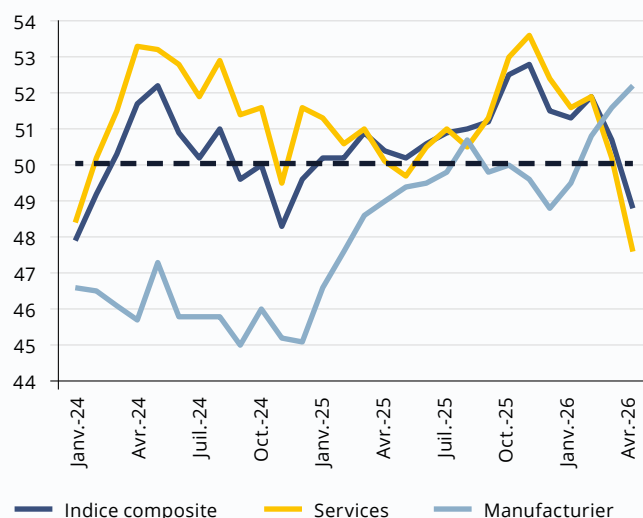


Source : Eurostat

Graphique 1.4

Les services plongent, mais le secteur manufacturier résiste

Indice PMI pour la zone euro, en points



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

Source : Macrobond

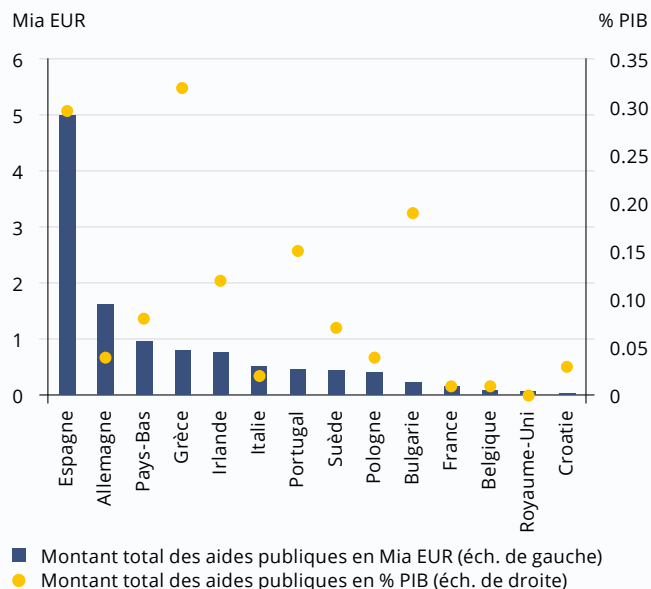
Un déficit budgétaire sous contrôle dans la zone euro...

Faisant suite à une lente dégrue depuis 2023, le déficit budgétaire dans la zone euro reste sous contrôle en 2025 en se stabilisant autour des 3% du PIB. Les deux poids lourds de la zone euro présentent, cependant, deux trajectoires opposées. Le déficit budgétaire allemand reste sous la barre des 3%, alors que le dérapage budgétaire perdure en France avec un déficit supérieur à 5%. La dette publique reste ainsi aux alentours de 60% du PIB en Allemagne, alors qu'elle continue de croître en France, dépassant les 115% du PIB. Le Portugal a, à l'inverse, pu dégager des excédents budgétaires grâce à un marché du travail résilient, une politique budgétaire prudente et une croissance dynamique d'environ 2% en 2024 et 2025. Entre 2023 et 2025, l'Espagne a réduit son déficit budgétaire de près de 1 point de %, sous l'effet combiné d'une croissance robuste, soutenue par les flux migratoires nets et le secteur touristique. Finalement, l'Italie a connu une très forte résorption de son déficit budgétaire de 4 points de %, passant de 7.1% de son PIB en 2023 à 3.1% en 2025. Cette amélioration résulte d'une consolidation budgétaire volontariste, passant par une réduction des dépenses exceptionnelles, un contrôle des dépenses primaires du gouvernement et une augmentation de l'efficacité dans la collecte de l'impôt. Les effets récessifs de ces mesures ont été amortis par les effets positifs du plan européen NextGenerationEU venu en soutien de la croissance italienne. Entre 2023 et 2025, la dette publique a grimpé de 3.2 points de % en Italie, alors que l'Espagne et le Portugal ont réduit celle-ci de respectivement 4.5 et 7.2 points de %.

... mais une activité économique mal orientée

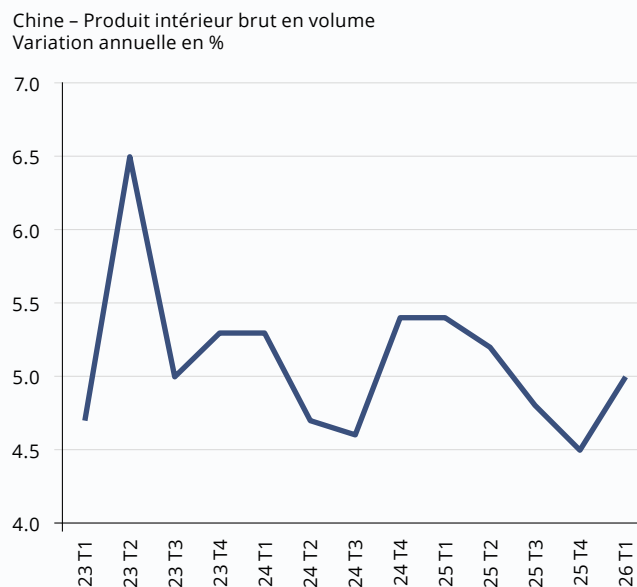
La dégradation du ressenti des entreprises de services dans la zone euro au 2^e trimestre laisse présager des perspectives d'activité moins favorables. En effet, l'indice composite d'activité PMI a lourdement chuté en mars et avril et repasse sous la barre des 50 points (signalant une contraction de l'activité économique), ce qui n'était plus arrivé depuis décembre 2024. Ce déclin provient des activités de services, apparemment inquiètes des conséquences de la guerre au Moyen-Orient. Les opinions des industriels de la zone euro poursuivent par contre sur la tendance d'amélioration observée depuis septembre dernier. Elles semblent, pour le moment du moins, peu impactées par les développements récents au Moyen-Orient.

Graphique 1.5

Une réponse au choc énergétique à géométrie variable

Source : Bruegel (dernière mise à jour le 11/05/2026)

Graphique 1.6

Léger rebond de la croissance trimestrielle chinoise

Source : Macrobond

Des mesures fiscales hétérogènes pour faire face au choc énergétique en Europe

Pour atténuer les effets du choc énergétique, les pays européens ont majoritairement implémenté des aides non ciblées (réductions de TVA et de droits d'accise) et ont, pour le moment, engagé plus de 11 Mia EUR de dépenses supplémentaires⁵. L'Espagne concentre à elle seule près de la moitié de ces engagements financiers, représentant 0.3% de son PIB. L'Espagne a ainsi abaissé la taxe sur la valeur ajoutée (TVA) sur les carburants⁶ et a réduit les droits d'accise sur les hydrocarbures. Cette dernière mesure a également été choisie par l'Allemagne, tandis que les Pays-Bas ont adopté des mesures ciblées pour un coût de près de 1 Mia EUR⁷. Compte tenu d'un contexte budgétaire plus tendu, la France et le Royaume-Uni font partie des seuls à avoir privilégié un plan d'aide ciblé, dépensant respectivement 60 et 150 Mio EUR, soit des montants très faibles rapportés au PIB. C'est aussi le cas de la Belgique (cf. graphique 1.5). Les aides ont par contre été relativement prononcées en Grèce et en Bulgarie (à l'instar de l'Espagne).

Un ralentissement de la croissance chinoise, suivi d'un léger rebond

Après la pandémie de Covid-19, la Chine a au mieux enregistré une croissance (en glissement annuel) de 6.5% au cours du premier trimestre 2023. Depuis ce pic, la croissance chinoise a connu un ralentissement, oscillant entre 4.5% et 5.5%, avec un point bas de 4.5% au 4^e trimestre de 2025. La crise latente dans le secteur immobilier chinois, une demande intérieure chroniquement atone et un marché du travail montrant des signes d'essoufflement expliquent, en partie, le ralentissement économique chinois observé. À ces facteurs conjoncturels s'ajoutent des facteurs plus structurels comme une réduction de la croissance de la productivité, une dette publique et privée élevée et une population vieillissante. Malgré cela, le premier trimestre de l'année 2026 a réservé une bonne surprise avec un rebond de la croissance du PIB à 5%, en ligne avec les nouveaux objectifs du Parti communiste chinois⁸. Une accélération notable de la production industrielle, notamment dans le secteur des biens d'équipement et des produits de haute technologie, a alimenté ce sursaut. La croissance rapide du secteur des services a aussi soutenu l'activité chinoise lors du 1^{er} trimestre 2026.

⁵ En comparaison, l'UE avait dépensé 540 Mia EUR pour protéger les ménages et soutenir les entreprises entre septembre 2021 et janvier 2023.

⁶ Le gouvernement espagnol a abaissé la TVA sur les carburants de 21% à 10%.

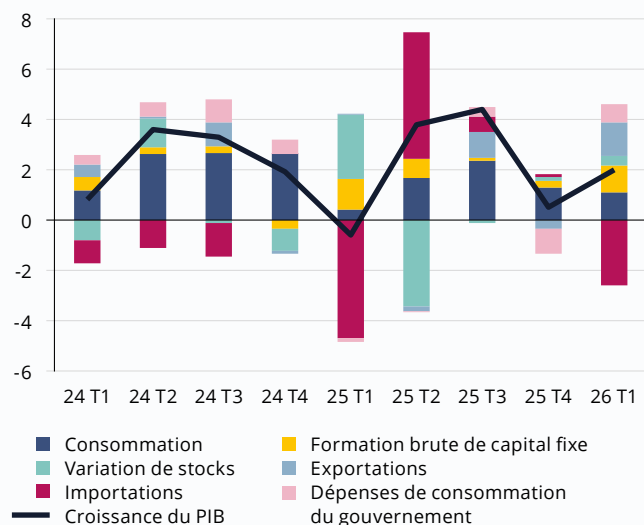
⁷ Les mesures mises en place par les Pays-Bas sont, par exemple, des aides aux entreprises énergétiques et un plan de soutien aux logements mal isolés.

⁸ Dans le cadre de son 15^e plan quinquennal, la Chine a fixé un objectif de croissance du PIB compris entre 4.5% et 5% sur la période 2026-2030, contre une moyenne observée autour de 5.5% lors du 14^e plan quinquennal du Parti communiste chinois.

Graphique 1.7

Une croissance américaine tirée par la consommation du gouvernement et par l'investissement dans l'IA

Contributions à la variation annuelle du PIB des États-Unis, en points de %

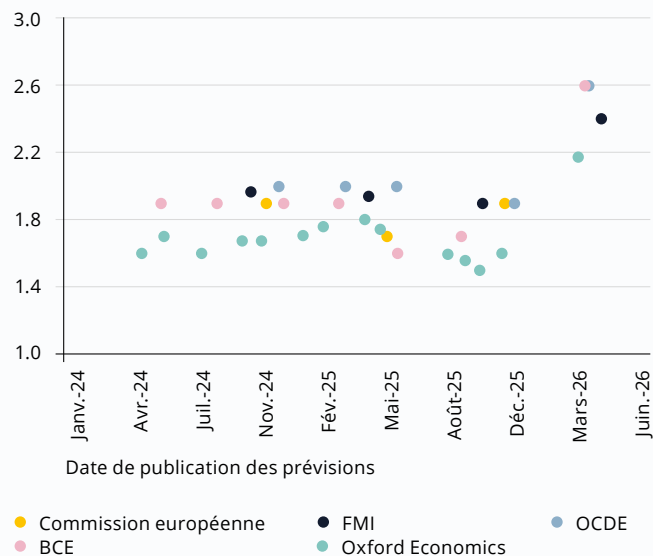


Source : BEA

Graphique 1.8

Des prévisions d'inflation en zone euro revues significativement à la hausse pour 2026

Prévisions d'inflation en zone euro pour 2026, en %



Sources : comme indiquées

9 Le *shutdown* fédéral américain de 2025 s'est déroulé du 1^{er} octobre au 12 novembre 2025, soit 43 jours.

10 Dans le cadre d'un scénario défavorable ou sévère caractérisé par une guerre en Iran prolongée, les institutions internationales prévoient des taux d'inflation encore plus significativement revus à la hausse pour la zone euro.

Les investissements en IA soutiennent la croissance américaine pour 2026

La croissance aux États-Unis a ralenti à 2.1% en 2025 (après +2.9% en 2023 et +2.8% en 2024). La consommation des ménages continue d'en constituer le principal moteur. Toutefois, les exportations peu dynamiques couplées au plus long *shutdown* « complet » de l'histoire des États-Unis⁹ sont venues chahuter la croissance au cours du 4^e trimestre 2025 (+0.1% seulement sur ce trimestre). Le premier trimestre de 2026 affiche un rebond (+0.5%), porté par une contribution positive des dépenses de consommation du gouvernement (grâce à la fin du *shutdown*) et par les dépenses d'investissement liées à l'IA (logiciels et droits de propriété intellectuelle). Bien que la contribution des exportations à la croissance devienne positive pour le 1^{er} trimestre 2026, la balance commerciale continue d'impacter négativement le PIB avec une forte hausse des importations de biens au premier trimestre 2026.

Des prévisions d'inflation en zone euro considérablement revues à la hausse pour 2026

La guerre en Iran et le choc énergétique qui en découle ont amené les principales institutions internationales à réviser significativement à la hausse leurs prévisions d'inflation pour la zone euro en 2026. L'augmentation des prix de l'énergie, du coût des transports de marchandises et des prix des intrants agricoles sont autant de facteurs qui alimentent le risque d'une spirale inflationniste. Ainsi, dans son scénario de référence publié en avril 2026, le FMI a rehaussé ses prévisions d'inflation pour 2026 en zone euro de 0.5 point de % (à +2.4%, contre +1.9% dans ses prévisions d'octobre 2025). L'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE) et la Banque centrale européenne (BCE) anticipent respectivement une inflation de 0.7 et 0.9 point de % supérieure par rapport à leurs dernières prévisions¹⁰. La poussée inflationniste pourrait inciter la BCE à augmenter ses taux, alors qu'au début de l'année le consensus reposait sur l'hypothèse d'une baisse ou stabilisation des taux. À la suite du déclenchement du conflit au Moyen-Orient, les institutions internationales ont également légèrement révisé à la baisse leurs prévisions de croissance pour la zone euro. Elles se situent maintenant dans une fourchette comprise entre 0.8% et 1.1%, contre 0.9% et 1.3% précédemment.

Tableau 1.2

Principales hypothèses internationales

	Scénario central				Guerre en Iran prolongée ¹		Boom de l'IA ²	
	1995-2024	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027
	Évolution en % sauf si spécifié différemment							
PIB en vol. zone euro	1.5	1.5	0.8	1.5	-0.3	0.2	0.9	1.8
Demande mondiale (biens, vol.)	3.8	3.9	0.0	1.8	-1.4	-3.1	0.4	2.4
Demande mondiale (services, vol.)	4.2	1.7	1.6	2.7	1.2	1.5	1.6	2.9
Indice boursier européen Euro Stoxx 50	4.4	10.8	6.9	2.1	-9.9	13.2	9.4	6.0
Prix PIB zone euro	1.9	2.4	2.2	2.5	2.3	3.7	2.2	2.5
Prix pétroliers (USD/baril)	58.5	69.1	90.2	70.1	125.1	85.7	93.1	78.8
Taux de change (EUR/USD)	1.19	1.13	1.16	1.18	1.17	1.18	1.17	1.19
Taux de chômage Grande Région (% de la pop. act.)	8.3	7.0	6.8	6.5	7.0	6.8	6.8	6.5
Taux d'intérêt court terme (EUR)	2.1	2.2	2.3	2.2	2.6	2.0	2.4	2.6
Taux d'intérêt long terme (EUR)	3.4	3.2	3.3	3.3	5.0	5.4	3.3	3.4

¹ Dans ce scénario défavorable, l'aggravation du conflit au Moyen-Orient entraîne une chute critique des stocks de pétrole et une augmentation prononcée de l'inflation mondiale, pesant sur les marchés financiers et nuisant à l'activité économique.

² Dans ce scénario favorable, l'essor et l'adoption de l'IA s'accroissent et la politique monétaire américaine s'assouplit, dynamisant les cours boursiers et l'activité économique mondiale.

Source : Oxford Economics (2026-2027 : prévisions)

Scénarios alternatifs et risques

Oxford Economics (qui fournit les hypothèses internationales sur lesquelles se basent les prévisions du STATEC pour le Luxembourg) a élaboré deux scénarios de risque bien distincts. Ils se caractérisent par des dynamiques différentes pour les marchés financiers, énergétiques et alimentaires. De même, l'orientation de la politique monétaire dans la zone euro et aux États-Unis diffère entre ces deux scénarios.

Dans le scénario défavorable (« Guerre en Iran prolongée »), l'aggravation du conflit au Moyen-Orient entraînerait une chute critique des stocks de pétrole et une augmentation prononcée de l'inflation mondiale, pesant sur les marchés financiers et nuisant à l'activité économique. La demande mondiale en biens se contracterait de manière prononcée en 2026 et 2027 (-1.4% en 2026 et -3.1% en 2027), tandis que la demande mondiale de services poursuivrait une progression timide (+1.2% en 2026 et +1.5% en 2027). Dans ce scénario, la zone euro entrerait en récession en 2026 avec une croissance de -0.3% et serait en quasi-stagnation en 2027 avec une hausse du PIB de 0.2%.

Dans le scénario favorable (« Boom de l'IA »), l'essor et l'adoption de l'IA s'accroissent et la politique monétaire américaine s'assouplit, dynamisant les cours boursiers et l'activité économique mondiale. En 2026, le PIB de la zone euro augmenterait modestement à 0.9%, avant d'accélérer pour atteindre 1.8% en 2027, profitant d'une accélération de la demande mondiale de services qui progresserait de 1.6% et 2.9% en 2026 et 2027. Par rapport au scénario central, le PIB de la zone euro augmenterait de respectivement 0.1 et 0.3 point de % de plus en 2026 et 2027.

Il demeure qu'une grande incertitude entoure ces prévisions. En effet, la durée de la guerre en Iran et ses répercussions sur l'économie mondiale restent très difficiles à évaluer. L'intensité du choc inflationniste qui découlera de l'évolution du conflit au Moyen-Orient conditionnera également les politiques monétaires et budgétaires. Le changement d'orientation de la politique commerciale américaine vis-à-vis des pays de l'Europe est une autre source d'incertitude venant entourer les prévisions. Enfin, la vitesse du déploiement de l'IA peut constituer une opportunité mais aussi un risque pour l'économie mondiale au vu de ses effets sur la productivité et l'emploi.