

D'un scénario « Goldilocks » à celui de « stagflation » ?

Par Vincent JUVYNS, Chief Investment Strategist ING

L'année 2026 a commencé sous les meilleurs auspices sur les marchés financiers, portés par l'espoir d'une accalmie macroéconomique après une année 2025 marquée par des tensions commerciales majeures.



Cet optimisme a notamment été nourri par le Fonds monétaire international (FMI) qui, lors de la mise à jour de ses perspectives annuelles en janvier, a relevé ses attentes de croissance mondiale de 3,1 % à 3,3 %, tout en maintenant sa prévision de normalisation de l'inflation. Par ailleurs, les indicateurs conjoncturels avancés publiés jusqu'en février, tels que les indices de confiance des directeurs d'achats, pointaient vers une accélération de la dynamique économique mondiale, tant dans le secteur manufacturier que dans celui des services.

Un scénario macroéconomique « Goldilocks », donc, historiquement favorable à la plupart des classes d'actifs. Dans ce contexte, à fin février, l'indice MSCI AC Monde affichait une performance de 3,8 % en euros, portée notamment par les pays émergents (+14 %) et l'Europe (+7 %), tandis que la plupart des marchés obligataires étaient également dans le vert.

« La goutte qui fait déborder le vase »

Ce printemps précoce sur le plan économique et financier était sans doute trop beau pour être vrai,

compte tenu de l'incertitude persistante dans plusieurs domaines. Sur le plan commercial, après que la Cour suprême américaine a jugé illégaux les droits de douane instaurés par l'administration Trump, ce dernier a répliqué en imposant un droit de douane universel de 10 %, puis de 15 %.

Sur le plan technologique, après avoir longtemps mis en avant le potentiel de l'intelligence artificielle (IA) pour le secteur, les investisseurs ont commencé à craindre qu'elle ne le fragilise en se substituant progressivement, via de nouveaux outils IA tels que Claude Cowork, à de nombreux logiciels.

Sur le plan géopolitique enfin, entre les velléités d'annexion du Groenland, l'enlèvement de Nicolas Maduro et la poursuite de

la guerre en Ukraine, les tensions ne se sont jamais réellement apaisées. Le véritable point d'inflexion est toutefois intervenu le samedi 28 février, lorsque les forces militaires israéliennes et américaines ont attaqué l'Iran, tuant plusieurs responsables iraniens, dont le guide suprême Ali Khamenei.

La riposte iranienne ne s'est pas fait attendre. Les Gardiens de la révolution ont non seulement bombardé les intérêts et alliés américains dans la région, mais surtout bloqué le détroit d'Ormuz, une situation totalement inédite. Ce passage stratégique voit transiter près de 20 millions de barils de pétrole par jour et 90 millions de tonnes de gaz liquéfié par an, soit respectivement 25 % et 20 % de la production mondiale, dont plus de 80 % sont exportés vers l'Asie.

Suite en page 3

The Monthly PwC Barometer
Economic Confidence indicator in collaboration with AGEFI Luxembourg

recovery in confidence as the year progresses.

- Luxembourg's business confidence has been bolstered by price stabilisation and a low inflation rate, though rising unemployment, geopolitical tensions, and volatile oil prices pose risks to growth.
- Euro Area inflation held near the 2% target in February, driven by rising services costs, but faces upside risks from the Iran conflict, surging input costs, and growing market expectations of ECB rate hikes before year-end.
- The US faces a deepening affordability crisis as job losses, rising unemployment, above-target inflation and soaring oil prices from the Iran conflict, leaving little room for Fed rate cuts in the near term.

Read more on page 9

Tarifman et le retour de l'incertitude commerciale

Par Thomas VEIT, Head of Fixed Income, Senior Portfolio Manager, Spirit Asset Management

La décision est tombée le vendredi 20 février : par six voix contre trois, la Cour suprême des États-Unis a invalidé les droits de douane imposés par Donald Trump sur le fondement de l'International Emergency Economic Powers Act (IEEPA). Un revers juridique majeur pour le président des États-Unis, mais surtout un tournant potentiellement périlleux pour l'économie et le budget américain.



de réduire le déficit commercial, qui s'élevait à un niveau record d'environ 1 200 milliards de dollars en 2024. Force est de constater qu'il a mis en application cette partie de son programme dès les premiers mois de son investiture, lors du fameux « Liberation Day » d'avril 2025, marquant le début de l'instauration de tarifs douaniers envers l'ensemble des pays du monde. Ainsi, après des mois d'allers-retours et de négociations avec la plupart des pays concernés, le droit de douane moyen à l'entrée des États-Unis est passé de moins de 2 % à plus de 13 %, revenant sur des niveaux de taxation à l'importation qui n'avaient plus été observés depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale.

Cette décision pourrait, à première vue, être perçue comme une bonne nouvelle, car elle freinera à l'avenir Donald Trump dans l'utilisation unilatérale des menaces tarifaires pour traiter chaque désaccord ou négociation avec les autres pays. En effet, durant sa première année, il a usé de cette arme pour tenter d'obtenir des accords commerciaux favorables aux États-Unis, réduire les trafics de stupéfiants à la frontière mexicaine, mais également engranger des revenus supplémentaires afin de financer sa politique budgétaire expansionniste et notamment sa « Big Beautiful Bill ».

Les impacts des tarifs douaniers

Donald Trump avait prévenu durant sa campagne que la principale source de financement de son programme résiderait dans la mise en place immédiate de droits de douane massifs, qui auraient pour but de faire rapidement rentrer de l'argent dans les caisses de l'État, mais également

Le président américain et ses plus proches collaborateurs ont défendu la mise en place de ces tarifs auprès des consommateurs américains en affirmant que ces derniers seraient largement payés par les pays exportateurs, contraints de réduire leurs prix pour conserver leurs volumes. L'objectif était également de contraindre les entreprises à relocaliser leur production sur le sol américain. Après près d'un an d'application, les études montrent que 90 à 95 % du coût des droits de douane ont été absorbés par les agents économiques américains. Les entreprises américaines ont supporté environ deux tiers de l'augmentation des prix à l'importation via leurs marges, tandis que les consommateurs américains ont subi le tiers restant sous forme d'augmentation des prix finaux.

Cela se retranscrit dans l'augmentation constante des PPI (prix à la production), mais également dans la composante « biens » du CPI (prix à la consommation) depuis juin 2025, maintenant l'inflation toujours au-dessus de l'objectif

de 2 % et limitant ainsi la Fed dans la baisse de ses taux directeurs.

Au niveau de l'objectif de réindustrialisation, rien ne s'est vérifié à ce stade. D'ailleurs, environ 80 000 emplois manufacturiers ont été détruits aux États-Unis en 2025. Une étude de Bloomberg souligne par ailleurs que les secteurs les plus exposés aux tarifs – automobile, métaux, équipements lourds – ont enregistré une croissance de leur production proche de zéro, tandis que les secteurs moins touchés, comme la pharmacie ou l'électronique, ont progressé d'environ 3 %.

Concernant le déficit commercial de biens aux États-Unis, celui-ci ne s'est ni redressé ni aggravé en 2025, restant sur les niveaux historiquement élevés observés en 2024.

Les conséquences politiques sont immédiates pour Donald Trump, l'opinion publique s'est progressivement retournée : 64 % des Américains sont désormais opposés aux droits de douane, considérant qu'ils contribuent à renchérir le coût de la vie.

Suite en page 4

Sommaire

- ♦ **Banques / Assurances**
 - L'économie mondiale semble être sur le point d'accélérer (Guy WAGNER, BLI) p.2
 - Un nouveau dilemme pour les banques centrales (Philippe LEDENT, ING) p.9
 - Are economies still vulnerable to energy price spikes? (Guy ÉRTZ, BGL BNP Paribas) p.11
- ♦ **Fonds d'investissement**
 - Le Luxembourg accélère ses réformes pour renforcer son leadership européen dans les fonds (ALFI) p.20
 - Digital assets: The new frontier for private equity investment strategies (Vincent MARTIN, Deloitte) p.22
 - From Family Holdings to Investment Platforms (Wim RITZ, Stellan Partners) p.25
- ♦ **Emploi / Formations**
 - Loyauté et compétence : le dilemme silencieux des Family Offices (Caroline LAMBOLEY) p.33
 - Teleworking in Luxembourg: Practical challenges and operational considerations (Julien LAMOTTE, Christelle WACK, Deloitte) p.35
 - L'élection ne protège pas le délégué du personnel (Anne-Cécile SAHKI, Castegnaro) p.36
- ♦ **Informatique financière**
 - Le Luxembourg au cœur de la finance numérique (Digital Assets Conference, Deloitte) p.42
 - Sortis de l'ombre : les CISOs et les DPOs sous les projecteurs! (Enquête PwC) p.45
 - The EU AI Act: A turning point for the Internal Audit Function (Abdelhay TOUDMA, KENZA BENHSIKI, EY) p.46

Sommaire détaillé en page 2

Tarifman et le retour de l'incertitude commerciale

Suite page Une

Cependant, les tarifs ont permis aux États-Unis de récolter plus de 170 milliards de dollars de recettes fiscales depuis leur instauration, ce qui a effectivement contribué à financer les mesures de réduction d'impôts et le programme expansionniste du président. Les droits de douane ont ainsi fonctionné comme un impôt indirect, politiquement plus acceptable car présenté comme étant supporté par l'étranger, alors qu'en réalité, ce sont bien les Américains qui l'ont financé.

Cette taxe a donc contribué à stabiliser le déficit budgétaire nominal, qui reste proche de 2 000 milliards de dollars, et à améliorer le ratio déficit/PIB d'environ 1,5 point entre 2024 et 2025.

Quels sont désormais les recours pour Donald Trump ?

Les droits de douane constituent donc à ce jour le seul plan de financement crédible pour faire face au programme de dépenses de l'administration, dans un environnement où l'endettement et le déficit du pays sont déjà dans le viseur des marchés financiers. Un abandon total de cette source de revenus sans révision budgétaire serait, à notre sens, mal perçu par les marchés, et notamment par les marchés obligataires.

C'est pourquoi, malgré l'invalidation par la Cour suprême des tarifs imposés unilatéralement sous le fondement de l'IEEPA, Donald Trump a annoncé un nouveau tarif universel de 10 % sur l'ensemble des importations en s'appuyant, cette fois, sur la section 122 du Trade Act of 1974. Ce dispositif permet au président américain d'imposer un tarif maximum de 15 % pour une durée maximale

de 150 jours. Pour prolonger cette durée, un accord du Congrès serait nécessaire.

Cet article de loi a été rédigé à l'origine pour permettre de corriger, via l'imposition de tarifs douaniers, un déséquilibre grave de la balance des paiements. Or, les États-Unis ne connaissent pas de crise de balance des paiements au sens strict ; ils font face à un déficit commercial structurel. L'utilisation de cette section pourrait donc être juridiquement contestée. D'ailleurs, les juristes de la Maison-Blanche avaient déjà mis en garde l'administration Trump sur l'utilisation de cette disposition il y a un an.

Cependant, au vu du temps que prennent les recours juridiques, la durée de 150 jours sera très certainement déjà écoulée avant qu'un quelconque verdict ne soit prononcé, permettant à Donald Trump de remplacer, au moins temporairement, les tarifs existants.

À court terme, le taux moyen pondéré des droits de douane américains passerait ainsi d'environ 13 % à 10 %, voire potentiellement à 12 % si Donald Trump décidait d'appliquer le maximum de 15 % autorisés par cette section 122. Mais au-delà de ces chiffres, c'est surtout l'environnement d'incertitude qui domine désormais. En effet, après ces 150 jours, le président américain pourra s'appuyer sur d'autres articles de loi comme la section 232 du Trade Expansion Act, qui autorise des mesures pour des motifs de sécurité nationale, ou encore la section 301 du Trade Act, qui permet de lutter contre les pratiques commerciales jugées déloyales.

Toutefois, ces mécanismes nécessitent des enquêtes préalables et des justifications techniques beaucoup plus longues et laborieuses. Ils ne permettent plus la même réactivité politique que l'IEEPA et empêchent Donald Trump d'utiliser

les tarifs comme une épée de Damoclès au-dessus de ses partenaires (ou adversaires).

Quels enjeux pour la macro et les marchés ?

Plusieurs éléments seront à surveiller dans les prochains mois afin d'évaluer les impacts sur l'économie américaine et sur les marchés financiers.

En premier lieu, la Cour suprême a laissé en suspens une question cruciale : celle de savoir si les 170 milliards de dollars déjà perçus devront être remboursés ou non par l'administration américaine. Cela ouvre la voie à une phase contentieuse potentiellement longue et qui a d'ailleurs déjà commencé avec plus de 2 000 plaintes déposées.

En pratique, les entreprises importatrices devraient déposer des demandes de remboursement auprès de l'U.S. Customs and Border Protection (CBP), l'agence chargée de la perception des droits de douane. Ces demandes pourraient ensuite faire l'objet de litiges devant la U.S. Court of International Trade, juridiction spécialisée dans les différends commerciaux et douaniers.

En parallèle, le Congrès des États-Unis pourrait également intervenir par voie législative afin d'encadrer ou limiter les modalités de remboursement, compte tenu des montants potentiellement très élevés en jeu.

Un remboursement, même partiel, de ces recettes dégraderait immédiatement la situation budgétaire du pays et obligerait le Trésor américain à émettre de nouveaux financements obligataires, ce qui aggraverait davantage la trajectoire d'endettement.

Dans le même ordre d'idée, si les nouveaux tarifs ne permettaient pas de générer des recettes équivalentes au programme précédent, le déficit et l'endettement seraient également orientés à la hausse.

Les marchés obligataires, notamment sur les parties longues de la courbe des taux, pourraient alors exiger une prime de risque supplémentaire face à cette détérioration des finances publiques. Cela aurait pour conséquence une augmentation des taux d'intérêt et une accentuation du mouvement de pentification de la courbe des taux aux États-Unis. Le dollar pourrait également être de nouveau boudé par les marchés financiers.

D'une manière plus générale, il faut s'attendre à davantage de volatilité sur les marchés, car la situation tarifaire est devenue beaucoup moins lisible depuis la décision de la Cour suprême, ce qui peut sembler contre-intuitif.

Nous savons que Donald Trump aura besoin de ces recettes douanières pour financer ses dépenses, et donc que de nouveaux tarifs seront mis en place, mais nous ignorons quelles sections de loi seront finalement retenues et appliquées. Ce qui semble néanmoins probable, c'est que les nouveaux tarifs soient plus ciblés, à la fois géographiquement et sectoriellement, ce qui créera davantage de disparités de performance et de volatilité entre les différents pays et secteurs économiques.

Enfin, du fait qu'ils devront être davantage documentés, étudiés et justifiés, il est possible que ces nouveaux tarifs perdurent de manière plus pérenne dans le temps, pesant plus lourdement sur l'économie, le moral des consommateurs et celui des entreprises.

Rappelons enfin que l'administration de Joe Biden n'avait jamais supprimé les droits de douane mis en place par Donald Trump sur la Chine lors de son premier mandat.

Thomas VEIT,
Head of Fixed Income, Senior Portfolio Manager,
Spirit Asset Management

Projections à moyen terme du STATEC

Le Luxembourg sur la voie de la reprise entre 2025 et 2029

Après une progression du PIB en volume attendue à 1,0 % en 2025 et 1,7 % en 2026, l'économie devrait retrouver un rythme de croissance légèrement supérieur à 2 % en moyenne d'ici 2029. Le marché du travail se redresserait lentement, avec une augmentation de l'emploi proche de 2,0 % et un taux de chômage ramené à 5,2 % en 2029. Cette amélioration serait portée principalement par les services marchands, même si le secteur financier poursuivrait une croissance modérée.

La présente actualisation des prévisions à moyen terme prolonge celles présentées dans la Note de conjoncture (NDC) 2-2025, en étendant l'horizon jusqu'en 2029. La trajectoire 2025-2027 reprend donc directement les chiffres publiés dans la NDC 2-2025, à l'exception de l'inflation, de l'échelle mobile des salaires et du coût salarial moyen, qui ont été révisés sur la base des dernières prévisions d'inflation (STATNEWS N°5 du 9 février 2026).

Contexte international : hypothèses et révisions

La mise à jour des prévisions de moyen terme repose notamment sur la révision des hypothèses internationales fournies par Oxford Economics (OE). L'horizon 2025-2027 demeure inchangé et correspond intégralement aux prévisions publiées dans la NDC 2 2025.

En revanche, les années 2028 et 2029 ont été actualisées sur base des nouvelles hypothèses. Par rapport à la précédente prévision à moyen terme, la croissance du PIB réel de la zone euro est désormais plus élevée en 2025 (1,3 % contre 0,8 % auparavant), mais plus faible en 2026 (0,8 % contre 1,0 %). Sur l'horizon 2027-2029, le PIB réel de la zone euro convergerait vers un rythme de croissance d'environ 1,6 %.

Cette révision s'inscrit dans une dynamique de demande de services plus soutenue en 2025 désormais estimée à 2,0 % (contre 1,8 % auparavant), suivie d'un

Résumé des prévisions macroéconomiques pour le Luxembourg

	1995-2024	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Evolution en % (ou spécifié différemment)							
PIB (en volume)	2.9	0.4	1.0	1.7	2.1	2.2	2.3
Emploi total intérieur	3.0	1.0	1.1	1.6	1.8	1.9	1.9
Taux de chômage (% de la pop. active, déf. ADEM)	4.6	5.8	5.9	5.8	5.6	5.4	5.2
Prix à la consommation (IPCN)	2.1	2.1	2.2	1.8	1.8	1.9	2.3
Echelle mobile des salaires	2.0	2.5	1.7	2.3	1.9	1.9	2.3
Coût salarial moyen	3.1	3.5	3.6	3.3	2.0	2.1	2.5
Emissions de gaz à effet de serre	-2.3	-1.5	-5.8	-4.0	-7.8	-7.4	-8.1

ralentissement en 2026 à 1,9 % (contre 2,1 % précédemment). À moyen terme, la croissance de la demande de services se situe autour de 2,5 % en moyenne.

S'agissant de la demande mondiale de biens, les nouvelles hypothèses d'Oxford Economics sont légèrement plus optimistes à court terme : +3,0 % en 2025 (contre +1,0 % auparavant) et -0,1 % en 2026 (contre -0,7 % précédemment). Pour le reste de l'horizon, l'OE anticipe toutefois une croissance proche de 2,0 %, au lieu de 2,5 % dans l'exercice précédent.

Les hypothèses relatives aux marchés boursiers, représentées par l'indice Euro Stoxx 50, sont légèrement révisées à la hausse pour 2026, notamment en raison d'une performance nettement supérieure aux attentes en 2025 (10 % de croissance annuelle).

Pour les années suivantes, la progression de l'indice boursier est en revanche légèrement revue à la baisse (juste au-dessus de 1 % par an).

Concernant les taux d'intérêt, les taux courts demeurent proches de 2 % sur l'ensemble de l'horizon (sans révision). Les taux longs, en revanche, sont désormais attendus à un niveau plus bas : 3,2 % en 2025 puis 3,3 % pour le reste de l'horizon, soit une révision à la baisse d'environ 0,2 point de % en moyenne.

Enfin, les hypothèses sur les prix de l'énergie sont revues à la baisse. Le prix du pétrole convergerait ainsi vers 72 USD le baril en 2029, contre 75 USD dans la projection précédente.

Activité : perspectives pour le Luxembourg

Du côté des comptes nationaux, aucune nouvelle donnée annuelle n'a été intégrée depuis la NDC 2-2025. La première estimation pour l'ensemble de l'année 2025 sera publiée début mars 2026. Comme annoncé dans la NDC 2-2025, le STATEC a maintenu sa prévision de croissance du PIB à 1,0 % pour 2025, mais abaissé celle pour 2026, de 2,0 % à 1,7 %.

Cette révision reflète la détérioration de l'environnement externe (notamment la croissance plus modérée en zone euro et le ralentissement anticipé pour la demande de services). Sur l'horizon à moyen terme (2027 à 2029), la croissance moyenne du PIB est abaissée marginalement de 2,3 % à 2,2 %. Cette révision s'explique par une croissance potentielle légèrement plus faible et des perspectives à moyen terme moins favorables : une croissance plus modérée du PIB en zone euro, une demande étrangère de services moins vigoureuse et un environnement boursier peu dynamique.

Les composantes du PIB réel ne sont que marginalement ajustées. La consommation finale des ménages progresserait à un rythme légèrement inférieur à 2 % en moyenne. L'investissement total resterait orienté à la hausse, avec une croissance proche de 5 % par an en moyenne.

La consommation publique demeurerait dynamique, légèrement supérieure à 3 % en moyenne, en lien avec une pro-

gression des effectifs du secteur public plus importante qu'anticipé auparavant.

Le commerce extérieur serait moins dynamique que par le passé pour le Luxembourg, mais afficherait une reprise graduelle vers des rythmes supérieurs à 3 % par an en moyenne, tant pour les exportations que pour les importations de biens et services. Du côté de la production, la valeur ajoutée brute (VAB) du secteur financier resterait sur l'horizon sur un rythme de croissance autour de 1,5 % en moyenne. La VAB du secteur non financier marchand augmenterait à un rythme légèrement supérieur à 2,5 % en moyenne, en amélioration par rapport à la tendance des années récentes, portée par une demande internationale de services plus dynamique.

À moyen terme, les émissions de gaz à effet de serre diminueraient de plus de 7 % par an, sous l'effet de l'électrification croissante et de la baisse des livraisons de produits pétroliers, marquant une transition vers une consommation énergétique moins intensive en carbone.

Marché du travail : emploi et chômage

Après un net refroidissement du marché du travail entre 2023 et 2025, avec une croissance de l'emploi total limitée à près de 1 % et un taux de chômage approchant 6 % en 2025, une amélioration progressive est attendue à moyen terme. La croissance de l'emploi monterait graduellement pour se rapprocher de 2 % en 2029, tandis que le taux de chômage reculerait pour atteindre 5,2 %.

En termes de composition, l'emploi des résidents progresserait autour de 1,6 % à l'horizon 2029 et celui des frontaliers entrants d'environ 2,3 % en moyenne. Bien qu'il s'agisse d'un redressement marqué par rapport au point bas de 2024, ces rythmes demeurent nettement inférieurs à ceux observés entre 2000 et 2019, période où la croissance moyenne de l'emploi des résidents dépassait 2 % et celle des frontaliers 4 % par an. En cohérence avec le ralentissement du marché du travail, les entrées migratoires se sont également tassées, notam-

ment depuis 2024, pour s'établir à un peu plus de 22 000 personnes en 2025, tandis qu'environ 17 000 personnes ont quitté le pays. Le solde migratoire devrait toutefois repartir à la hausse, portant la croissance de la population d'environ 1,0 % en 2025 à 1,6 % en 2029.

Inflation et salaires

L'inflation au Luxembourg en 2026 et 2027 serait freinée par des effets de base négatifs liés à la composante énergétique. La baisse des prix de l'électricité conjuguée au recul des prix du pétrole, à l'appréciation de l'euro, ainsi qu'à la baisse attendue des prix du gaz, exerceraient une pression désinflationniste marquée. Dans ce contexte, les prix de l'énergie reculeraient de 6,3 % en 2026 et de 3,5 % en 2027, contribuant significativement au ralentissement de l'inflation globale.

À l'inverse, les tensions sur l'inflation hors énergie se renforceraient temporairement en 2026. Dans ce contexte, la hausse attendue des prix alimentaires ainsi qu'une inflation soutenue des services contribueraient à une inflation sous-jacente élevée en 2026 (2,2 %). L'inflation générale au Luxembourg serait de 1,8 % en 2026 et conserverait ce niveau en 2027. Selon ces prévisions, la prochaine indexation des salaires s'appliquerait au 2^e trimestre 2026, suivie d'une nouvelle tranche au 3^e trimestre 2027.

À moyen terme, l'inflation devrait se stabiliser autour de 2 %, en ligne avec la cible de la Banque centrale européenne. L'espacement des tranches indiciaires limiterait les hausses salariales directement liées à l'évolution des prix (à l'inverse de ce qui s'est produit en 2023 où trois tranches ont été déclenchées) réduisant ainsi les potentiels effets de second tour sur l'inflation.

Par ailleurs, le coût salarial demeurerait sur une progression encore supérieure à 3 % en 2026 (pour la sixième année consécutive), mais celle-ci tomberait ensuite dans une zone plus proche des 2 % par an.

Source : STATEC