

Perspectives annuelles 2025

### A retenir

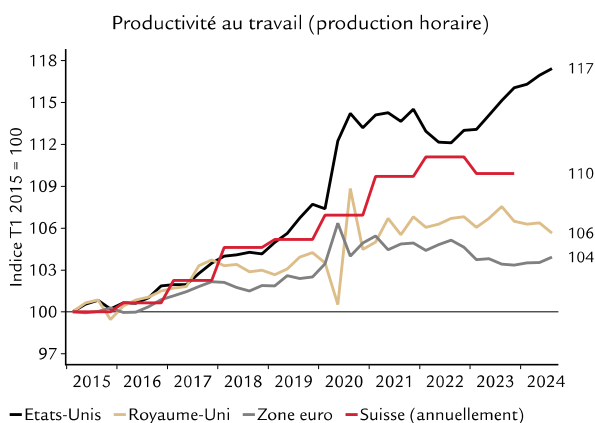
- Zone euro : malgré les soucis structurels et la forte incertitude commerciale, le pessimisme est excessif
- Etats-Unis : l'expansionnisme de Donald Trump et la consommation tirent à hue et les taux élevés, à dia
- Chine : les risques pour la croissance se déplacent de la crise immobilière vers les droits de douane

### Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2024		Croissance du PIB 2025		Inflation 2024		Inflation 2025	
	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus	Swiss Life AM	Consensus
Etats-Unis	2,8% ↑	2,7%	2,3% ↑	2,0% ↑	2,9%	2,9%	2,4% ↑	2,4% ↑
Zone euro	0,8%	0,8%	0,9% ↓	1,0% ↓	2,4%	2,4%	1,7% ↓	1,9%
Allemagne	-0,1%	-0,1%	0,5% ↓	0,4% ↓	2,2% ↓	2,3%	1,8% ↓	2,0%
France	1,1% ↓	1,1%	0,8% ↓	0,8% ↓	2,0%	2,1% ↓	1,1%	1,4% ↓
Italie	0,5% ↓	0,5% ↓	0,6% ↓	0,8%	1,0%	1,1%	1,7%	1,7% ↓
Espagne	3,0%	3,0% ↑	1,7% ↓	2,2%	2,7%	2,8%	1,7% ↓	1,9% ↓
Royaume-Uni	0,9%	0,9%	1,3% ↑	1,3%	2,5%	2,5% ↓	2,4% ↑	2,6% ↑
Suisse	1,2% ↓	1,4% ↓	1,2%	1,3% ↓	1,1%	1,1%	0,2% ↓	0,6% ↓
Japon	-0,2%	-0,2% ↓	0,8% ↓	1,2%	2,7% ↑	2,6%	2,1% ↑	2,3% ↑
Chine	4,8%	4,9% ↑	4,1% ↓	4,5%	0,4%	0,4%	1,6% ↓	0,9% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 décembre 2024

### Graphique de l'année



Depuis 2017, un écart de productivité se creuse entre les deux rives de l'Atlantique. Un rapport de la BCE avance plusieurs raisons : composition des branches (boom du secteur informatique américain très productif), davantage d'investissements américains dans le numérique et marché du travail plus flexible. Ce dernier oriente plus rapidement les employés vers les secteurs les plus performants. Dans l'industrie, l'écart de productivité est apparu en 2022, principalement du fait de la crise énergétique en Europe. Ces tendances structurelles devraient perdurer, la croissance américaine continuera donc de distancer celle des économies européennes en 2025 également.

## Economie mondiale

### Cinq thèses pour l'année 2025

#### 1. L'Europe largement distancée

L'écart structurel entre les Etats-Unis et l'Europe va davantage se creuser en raison de prix de l'énergie inférieurs et d'une plus forte hausse de productivité. Sur le plan cyclique, gare à l'optimisme excessif aux Etats-Unis : les taux à long terme sont élevés et constituent un frein. Idem en Europe, mais pour le pessimisme : un euro plus faible, l'anticipation des exportations vers les Etats-Unis en vue des droits de douane et la baisse des taux vont limiter les effets néfastes. En Europe, la divergence va demeurer entre la solidité des pays dits périphériques et les poids lourds.

#### 2. Politique monétaire expansionniste en Europe

La BNS a déjà largement entamé son assouplissement par crainte de déflation. La BCE se concentre pour sa part sur les risques d'inflation et pour la croissance. Le programme de Donald Trump augmente la pression à la baisse pour l'inflation en Europe. La BCE va passer d'une politique monétaire restrictive à expansionniste.

#### 3. Donald Trump et l'inflation : pas de panique

Dans ce nouveau mandat, nous prévoyons un tapage certain, mais des résultats bien moins spectaculaires qu'annoncé. Donald Trump vise les élections de mi-mandat (*midterms*) et fait des marchés des actions le thermomètre de sa politique. L'inflation s'étant avérée impopulaire, nous tablons sur des droits de douane ciblés plutôt que généralisés, qui seront en outre amortis par un dollar fort. Au fond, la politique de Donald Trump est légèrement inflationniste et limitera la latitude de la Fed en matière de baisse de taux. Nous n'attendons pas de forte poussée de l'inflation.

#### 4. L'économie de la dette vivra

La politique budgétaire américaine va encore être assouplie. En Europe, la consolidation déçoit. Sans attendre de fronde des marchés financiers, nous tablons sur des rendements d'emprunts ancrés à des niveaux élevés à moyen terme malgré les baisses de taux.

#### 5. Chine : l'économie freinée par le conflit commercial

Les difficultés pour la seconde économie mondiale se déplacent : si l'immobilier pèse toujours, ce n'est plus le principal facteur de dégradation. Celle-ci résulte surtout de facteurs externes : les droits de douane affectent les exportations et le climat des affaires. La Chine ne sera pas la locomotive de l'économie mondiale l'an prochain non plus.

## Suisse

### Retour à l'inflation nulle

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,2%	2024 : 1,4%
2025 : 1,2%	2025 : 1,3%

Le ralentissement économique en Europe pèse surtout sur l'industrie MEM suisse dépendante des exportations. Par conséquent, dans l'arc jurassien et d'autres régions de l'industrie mécanique, on observe une hausse notable du taux de chômage ces derniers mois. Dans les cantons du Jura, de Vaud, de Soleure et de Neuchâtel, il augmente – corrigé des variations saisonnières – d'au moins 0,3% entre août et novembre. A l'échelle de la Suisse, nous prévoyons un taux moyen de 2,5% pour 2024, et 2,8% de moyenne annuelle en 2025. Cette évolution pèse sur le moral des ménages, dont la tendance est à la baisse depuis août. Grâce à sa politique monétaire désormais expansionniste, la BNS a réussi à instaurer les conditions nécessaires pour protéger l'économie domestique d'un nouveau ralentissement cyclique.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,1%	2024 : 1,1%
2025 : 0,2%	2025 : 0,6%

On a tendance à oublier que, lors de la décennie précédant la pandémie, le taux d'inflation moyen en Suisse était de 0%. Cinq ans plus tard, le taux moyen de variation annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation – hors composantes des loyers – est revenu à ce niveau en novembre 2024. Début 2025, la baisse des prix de l'électricité alimentera cette dynamique désinflationniste. De plus, il est désormais certain que le taux hypothécaire de référence sera abaissé en mars, entraînant un recul des loyers à partir de juillet 2025. Cette évolution sera ensuite intégrée au calcul du taux d'inflation en août. Selon notre projection actuelle, le renchérissement annuel lors des mois d'été 2025 retombera effectivement à 0%. Une baisse des prix de l'énergie ou une nouvelle appréciation du franc suisse constituent des risques importants pour notre prévision. Ils pourraient même causer temporairement des taux d'inflation négatifs.

## Etats-Unis

### Verbe haut, économie solide

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,8%	2024 : 2,7%
2025 : 2,3%	2025 : 2,0%

Si l'on se fonde sur le premier mandat de Donald Trump, sa façon désordonnée de gouverner va largement alimenter l'incertitude des projections pour 2025. Nous prévoyons des droits de douane ciblés plutôt que généralisés et un net recul de l'immigration. Toutefois, nous sommes sceptiques quant à la « déportation de masse » de migrants claironnée par le président élu. En effet, des obstacles financiers, juridiques et politiques se mettront en travers de son chemin. Notre conviction reste fragile vis-à-vis de la politique douanière, car elle pourrait très bien se durcir. Le recul de l'immigration et la hausse des droits de douane vont freiner la croissance en 2025, de même que les taux à long terme élevés et bien établis, qui pèseront sur l'immobilier. L'aspect « positif » résidera dans le tournant expansionniste de la politique budgétaire. En dehors des assurances sociales et de la défense, les possibilités de coupes dans les dépenses sont limitées. Le Congrès à majorité républicaine se gardera bien de toucher à ces secteurs en vue des *midterms*. En 2025, il s'attaquera aux baisses d'impôts pour les entreprises et prolongera les baisses d'impôts dès son premier mandat. En parallèle, nous prévoyons une dérégulation dans les secteurs financier et de l'énergie notamment. En définitive, la politique de Donald Trump faite de dépense publique et de consommation privée va légèrement porter la croissance.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,9%	2024 : 2,9%
2025 : 2,4%	2025 : 2,4%

L'inflation américaine a moins reculé qu'en Europe du fait de la solide croissance outre-Atlantique. En 2025, elle devrait stagner au-dessus de l'objectif de 2% de la Fed en raison de la politique budgétaire. La Fed a donc moins de marge de manœuvre pour assouplir davantage sa politique monétaire toujours restrictive. Comme tout impôt, les droits de douane devraient avoir un effet unique sur l'inflation, mais en théorie, la politique monétaire y restera insensible.

## Zone euro

### Vent fort, mais sans tempête

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,8%	2024 : 0,8%
2025 : 0,9%	2025 : 1,0%

Si les difficultés structurelles dans la zone euro citées plus haut justifient un certain pessimisme, les craintes au plan cyclique sont selon nous exagérées. L'incertitude quant aux potentiels droits de douane américains devrait certes constituer un frein, mais les effets divergeront selon les pays de l'UEM. L'Allemagne, dont l'économie est axée sur les exportations et la concentration du secteur industriel, pourrait être la plus durement touchée. L'Espagne est pour sa part le pays le moins exposé. Cependant, une dépréciation de l'euro face au billet vert devrait partiellement compenser les effets négatifs sur la compétitivité. De même, une certaine demande anticipée d'importations américaines de biens de la zone euro devrait atténuer l'effet négatif. En 2024, les pays européens dits périphériques comme l'Espagne et l'Italie en particulier ont été de solides relais de croissance. La différence de vigueur entre ces Etats méridionaux et le couple franco-allemand devrait perdurer en 2025 – le pays de Cervantès se distinguant particulièrement. Le marché de l'emploi espagnol reste solide, porté par une immigration record, encouragée par le gouvernement. Le secteur du tourisme, essentiel à l'économie, devrait en profiter. D'autres pays périphériques comme la Grèce ou la Croatie affichent de bonnes perspectives de croissance pour 2025.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,4%	2024 : 2,4%
2025 : 1,7%	2025 : 1,9%

Nouveau repli de la pression de l'inflation en 2024, mais à un rythme plus lent qu'en 2023. Une dynamique qui devrait permettre à la BCE d'assouplir davantage sa politique en 2025 et ainsi soutenir la croissance. Recul de la demande externe, pression sur les prix des biens à l'exportation et réorientation des exportations chinoises vers l'Europe en raison des potentiels droits de douane américains devraient faire baisser l'inflation.

## Allemagne Un rebond éclipsé

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : -0,1%	2024 : -0,1%
2025 : 0,5%	2025 : 0,4%

Entre décembre 2023 et septembre 2024, l'économie allemande n'a progressé que de 0,05%. Nous prévoyons une dynamique en légère amélioration pour 2025, mais les difficultés seront nombreuses. Si nous jugeons la tenue d'élections anticipées plutôt positive en termes de politique économique, l'élection de Donald Trump vient jeter une ombre sur une reprise déjà hésitante. En effet, les Etats-Unis constituent – et de loin – le principal débouché des exportations allemandes. En 2023, les voitures de tourisme, les équipements électriques et les produits pharmaceutiques représentaient les trois plus grands groupes d'exportation. Même si nous n'attendons pas de droits de douane généralisés, ces secteurs pourraient précisément se trouver dans le collimateur du futur locataire de la Maison Blanche. Rien que la montée de l'incertitude devrait peser sur l'appétence à l'investissement. Par conséquent, nous avons abaissé nos projections de croissance pour 2025. D'un point de vue cyclique, nous estimons toujours que la consommation privée va avoir un léger effet stimulant en 2025. La plus grande liberté dont jouira la BCE pour baisser les taux devrait également aider à éviter la récession. Si une grande coalition CDU/CSU et SPD ressort des urnes en février prochain, l'exécutif pourrait avoir un peu plus de marge en termes de politique fiscale. Le scénario le plus favorable serait un fonds d'infrastructure extrabudgétaire, ce qui nécessiterait une majorité des deux tiers.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,2%	2024 : 2,3%
2025 : 1,8%	2025 : 2,0%

En 2024, l'inflation globale a reculé de 2,9% à 2,2% en novembre et la sous-jacente, de 3,4% à 3,0%. Tandis que les prix de l'énergie ont reculé chaque mois et ceux des biens, très nettement, les prix des services ont augmenté, passant de 3,8% à 4,8%. En 2025, le renchérissement devrait nettement faiblir dans le tertiaire également, sur fond de trajectoire conjoncturelle fragile.

## France Le moral en berne

### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 1,1%	2024 : 1,1%
2025 : 0,8%	2025 : 0,8%

Comparée à son voisin d'outre-Rhin, l'autre poids lourd de l'UEM, l'économie française a affiché une solide performance sur l'essentiel de l'année 2024. Elle s'explique par la politique budgétaire toujours expansionniste et par la plus faible dépendance aux exportations industrielles. Mais la situation s'est considérablement dégradée dernièrement. Les PMI affichent une contraction tant dans le secteur manufacturier que chez les prestataires de services. Dans le premier cité, la forte baisse des commandes saute aux yeux. Porté par les salaires réels en hausse et visiblement insensible aux remous de la politique nationale, le moral des ménages s'est amélioré jusqu'en septembre. Depuis, il a connu un effondrement en règle. En considérant la dynamique inflationniste actuelle, la politique monétaire de la BCE – restrictive tout au long de l'année 2024 – ne peut plus être justifiée *a posteriori*. Parmi nos cinq thèses pour la nouvelle année, c'est la transition attendue vers une politique monétaire expansionniste qui marque le plus durablement nos perspectives à court terme pour la France. Naturellement, l'Hexagone est également concerné par les hypothèses relatives à l'absence de consolidation budgétaire. Après la motion de censure du 4 décembre et à l'heure où nous écrivons, le futur gouvernement n'est pas formé. Nous ne voyons donc aucun scénario à moyen terme où le taux d'endettement de la France pourrait baisser.

### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,0%	2024 : 2,1%
2025 : 1,1%	2025 : 1,4%

Le taux de variation annuelle des indices des prix à la consommation reflète avec un décalage la dynamique d'inflation. En observant uniquement les variations de prix (annualisées) sur les six derniers mois, on obtient un pouls plus précis de cette dynamique. Calculée ainsi, l'inflation annualisée s'inscrit à 0,5%. Nous maintenons notre projection d'inflation pour 2025, qui est depuis plusieurs mois nettement inférieure à celle du consensus.

## Royaume-Uni

### Du soutien politique

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,9%	2024 : 0,9%
2025 : 1,3%	2025 : 1,3%

L'économie britannique a progressé bien plus que prévu, surtout au premier semestre 2024. Un certain rebond de la consommation des ménages en a été un pilier majeur. En 2025, la dépense publique comme relais de croissance reviendra au premier plan. L'augmentation des dépenses présentée par le gouvernement travailliste dans son budget d'automne est plus élevée que nos attentes. Elles intègrent par exemple des investissements en infrastructures dans divers secteurs ainsi qu'un budget de fonctionnement en hausse pour le secteur de la santé. D'autre part, les relèvements d'impôts annoncés devraient affecter la consommation des ménages. Ce sont les augmentations de cotisations patronales à l'assurance sociale qui pèsent le plus. Elles devraient être partiellement répercutées sur les consommateurs par des prix plus élevés et des salaires nets en baisse qui éroderont le revenu disponible. *In fine*, nous tablons tout de même sur un effet net positif sur la croissance économique. Un des avantages de l'économie britannique est sa part plus importante des exportations de services par rapport aux biens. Les effets négatifs immédiats des possibles droits de douane américains seraient donc moins marqués que dans la zone euro. Nous avons donc relevé notre prévision de croissance du PIB pour 2025 de 1,0% à 1,3%.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 2,5%	2024 : 2,5%
2025 : 2,4%	2025 : 2,6%

Le budget du nouvel exécutif se ressent également sur l'inflation. Dans le tertiaire, elle devrait donc rester à un niveau élevé plus longtemps qu'initialement prévu. Certes, elle a continué de refluer en 2024 depuis son pic. Mais l'augmentation des cotisations patronales citées plus haut va très probablement se traduire dans les prix à la consommation. Le secteur tertiaire devrait être touché de manière disproportionnée. Nous avons relevé notre prévision d'inflation à 2,3% pour 2025.

## Chine

### De nouveaux risques

#### Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 4,8%	2024 : 4,9%
2025 : 4,1%	2025 : 4,5%

Les difficultés pour la seconde économie mondiale se déplacent : certes, le secteur immobilier reste un souci majeur, mais n'est plus le risque le plus important pour la croissance. Cette dernière résulte principalement de facteurs externes : les droits de douane pèsent sur les exportations et plombent le climat des affaires, avec une incidence négative sur les investissements. Certes, nous ne tablons pas sur le pire des scénarios, à savoir des tarifs douaniers de 60% frappant tous les produits chinois. Nous prévoyons toutefois une mise en œuvre progressive, qui pourrait intervenir peu après l'entrée en fonction de Donald Trump. Les exportations chinoises vers les Etats-Unis représentent encore près de 3% du PIB de la seconde économie mondiale, qui sera donc pénalisée par ces restrictions commerciales. Anticipation des exportations avant l'entrée en vigueur des droits de douane, diversification commerciale ainsi que dépréciation du yuan amortiront les effets négatifs sur la croissance économique. Nous abaïssons notre prévision de croissance du PIB pour 2025 à 4,1%, contre 4,5% auparavant.

#### Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2024 : 0,4%	2024 : 0,4%
2025 : 1,6%	2025 : 0,9%

Avec la montée des risques pour la croissance, le moral des ménages chinois devrait rester timide et ne générer qu'une faible pression sur les prix. L'inflation modérée attendue en 2025 ouvre à la banque centrale la possibilité d'une politique monétaire expansionniste, qui devrait soutenir quelque peu l'économie domestique.

## Economic Research



**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
✕ @MarcBruetsch



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
✕ @kunzi\_damian



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife-am.com



**Rita Fleer**  
**Economist Quantitative Analysis**  
rita.fleer@swisslife-am.com



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com

**Consensus Economics**  
**Forecast Accuracy**  
**Award Winner**  
**Switzerland 2023**

### Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



### Publié et approuvé par le Département Macroeconomic Research, Swiss Life Investment Management Holding SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources d'information considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Managers France, 153 rue Saint-Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Köln ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Frankfurt am Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zürich. **Norvège** : la présente publication est distribuée en Norvège par Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VII's gt 1, NO-0161 Oslo. **Italie** : la présente publication est distribuée en Italie par Swiss Life Asset Managers Luxembourg, succursale Italia, Via San Prospero 1, I-20121 Milano. **Danemark** : la présente publication est distribuée au Danemark par Swiss Life Asset Managers Danmark, filial af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.