

Février 2025

A retenir

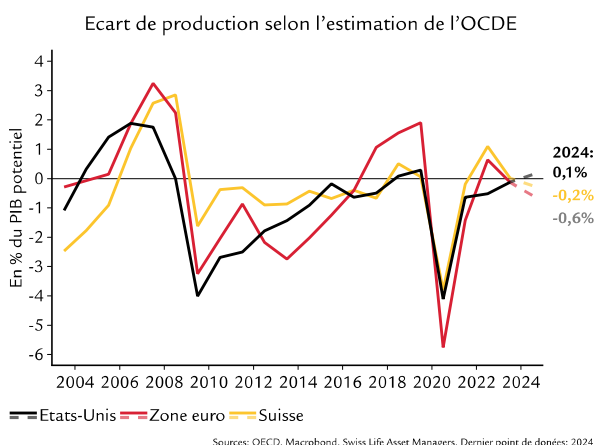
- Tonitruants, les premiers jours du second mandat de Donald Trump ont contribué à l'incertitude
- En Europe, hausse du moral des entreprises et optimisme des ménages
- Les droits de douane vont frapper la Chine, mais ils seront moins élevés que redouté

Prévisions comparées

| | Croissance du PIB 2025 | | Croissance du PIB 2026 | | Inflation 2025 | | Inflation 2026 | |
|-------------|------------------------|-----------|------------------------|-----------|----------------|-----------|----------------|-----------|
| | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus | Swiss Life AM | Consensus |
| Etats-Unis | 2,3% | 2,2% ↑ | 2,3% | 2,0% | 2,5% ↑ | 2,6% ↑ | 2,4% | 2,6% |
| Zone euro | 0,8% ↓ | 1,0% | 1,0% | 1,2% | 1,9% ↑ | 1,9% | 1,8% | 1,9% |
| Allemagne | 0,4% ↓ | 0,4% | 0,8% | 1,0% | 2,0% ↑ | 2,0% | 1,8% | 1,9% |
| France | 0,8% | 0,7% ↓ | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 1,4% | 1,7% | 1,6% |
| Italie | 0,6% | 0,7% ↓ | 0,8% | 0,9% | 1,7% | 1,7% | 1,8% | 1,7% |
| Espagne | 1,7% | 2,3% ↑ | 1,6% | 1,8% | 2,2% ↑ | 2,1% ↑ | 1,9% | 2,0% |
| Royaume-Uni | 1,2% ↓ | 1,2% ↓ | 1,4% | 1,4% | 2,5% ↑ | 2,6% | 2,1% | 2,3% |
| Suisse | 1,2% | 1,3% | 2,0% | 1,6% | 0,2% | 0,6% | 0,6% | 0,8% |
| Japon | 0,8% | 1,2% | 0,5% | 0,9% | 2,4% ↑ | 2,3% | 1,6% | 1,8% |
| Chine | 4,1% | 4,4% ↓ | 3,8% | 4,1% | 0,9% ↓ | 0,7% ↓ | 1,5% | 1,2% |

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 13 janvier 2025

Graphique du mois



Après deux ans de quasi-stagnation, un écart de production s'est fait jour en zone euro. Autrement dit, les capacités de l'économie sont sous-exploitées. Nous prévoyons une normalisation de la croissance en 2025 et 2026, mais cela ne suffira pas à combler cet écart. La Suisse aussi est concernée, quoique dans une moindre mesure. La pression inflationniste devrait donc rester faible en 2025 et 2026 en Europe. Aux Etats-Unis, nous attendons une croissance proche de son potentiel en 2025 et 2026, avec une politique monétaire restrictive neutralisant la politique budgétaire expansionniste. Ainsi, l'écart de production américain devrait stagner autour de 0%.

Etats-Unis Donald Trump contre-attaque

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 2,3% | 2025 : 2,2% |
| 2026 : 2,3% | 2026 : 2,0% |

Réjouissants, les chiffres de l'économie américaine en janvier n'ont toutefois guère intéressé les marchés financiers. Ceux-ci ont été animés par les nouvelles venues des entreprises (lancement du modèle d'IA révolutionnaire DeepSeek) et la politique. Comme prévu, Donald Trump a fait grand bruit pour son investiture. Etonnamment, il n'a fait que proférer des menaces de tarifs douaniers, principalement contre ses voisins immédiats, mais aussi envers la Colombie et la Chine. Cela s'inscrit dans sa politique de lutte contre l'immigration et la drogue. Une preuve que les tarifs servent d'une part de moyen de pression. D'autre part, Trump a toujours l'intention d'asséner des droits de douane à des fins commerciales et budgétaires, mais leur mise au point d'ici au 1er avril demande du temps. Dans notre scénario de référence, nous prévoyons un résultat final avec des tarifs douaniers ciblés plutôt qu'élevés et généralisés. Les dernières annonces de l'administration Trump ont fait toutefois augmenter le risque de ces derniers. La dérégulation est également annoncée dans le secteur de l'énergie, la politique migratoire et la sécurité aux frontières ont connu un sévère tour de vis. Globalement, le début de mandat correspond à nos attentes – nous ne révisons pas nos prévisions de PIB.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 2,5% | 2025 : 2,6% |
| 2026 : 2,4% | 2026 : 2,6% |

La hausse des prix des carburants fin 2024 et début 2025 a fait grimper l'inflation. Nous relevons donc légèrement notre prévision pour 2025. Nous attendons un nouveau repli de l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), pertinente pour la politique monétaire, induit par une moindre hausse des coûts du logement. Dans les nouvelles locations, les loyers ont même baissé de 2,4% au 4^e trimestre 2024 par rapport à l'année précédente. Un ralentissement qui se répercutera en différé sur les loyers existants. Avec la pression salariale, l'inflation du tertiaire devrait rester élevée ; les droits de douane devraient rendre plus chers les biens de consommation (hors énergie).

Zone euro Des lumignons d'espoir

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 0,8% | 2025 : 1,0% |
| 2026 : 1,0% | 2026 : 1,2% |

Les premiers indicateurs du moral pour janvier laissent entrevoir une légère amélioration. Le PMI du secteur manufacturier en zone euro est ressorti plus haut que prévu. Certes, inscrit à 46,1 points, il reste inférieur au seuil de croissance de 50, mais le pire semble être passé. Des perspectives en amélioration pour les entreprises ont porté ce léger rebond. Elles tablent sur une hausse de production cette année, avec un effet stimulant. L'indice du secteur tertiaire demeure installé en territoire positif. L'Allemagne est à l'origine de cette amélioration en zone euro. Son indice du secteur manufacturier a enfin connu un léger mieux, même s'il reste largement inférieur aux 50 points. D'autres indicateurs de confiance comme celui des ménages dans la zone euro se sont légèrement appréciés en janvier après deux mois de repli. Un rebond qui laisse espérer que la hausse de la consommation des ménages attendue pour 2025 aura un peu de substance. L'assouplissement de la politique monétaire de la BCE devrait également se traduire par une baisse de la part d'épargne des ménages.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 1,9% | 2025 : 1,9% |
| 2026 : 1,8% | 2026 : 1,9% |

Fin 2024, l'inflation globale en zone euro a encore légèrement progressé à cause de la hausse des prix de l'énergie. Nous avons donc légèrement relevé notre prévision d'inflation en 2025 pour l'UEM. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation), déterminante pour la politique monétaire, est néanmoins constante à 2,7% depuis septembre. En décembre, et comme prévu, la BCE a diminué une fois de plus son taux directeur de 25 points de base, annonçant poursuivre sa trajectoire progressive d'assouplissement. En 2025, l'inflation dans la zone euro devrait reculer légèrement et revenir sous les 2%.

Allemagne

Optimisme prudent

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 0,4% | 2025 : 0,4% |
| 2026 : 0,8% | 2026 : 1,0% |

Le PIB a reculé de 0,2% en 2024, signant ainsi une seconde année consécutive de croissance négative. Malgré des salaires réels en hausse, la consommation reste timide au vu de l'incertitude économique. La hausse du taux d'épargne pourrait toutefois bientôt porter la consommation, dès que les ménages auront retrouvé le moral. Côté entreprises, le PMI affiche un optimisme léger, mais généralisé. Les perspectives en légère amélioration, associées à une politique monétaire de plus en plus expansionniste, laissent entrevoir une modeste reprise cette année. Nous attendons une croissance de 0,4% en 2025. Les élections fédérales du 23 février pourraient donner un coup de fouet supplémentaire à la conjoncture. Des investissements publics d'ampleur seraient envisageables si le frein à l'endettement était relâché ou que des mesures de soutien hors budget étaient introduites. Cela supposerait toutefois que les partis conservateurs au plan budgétaire comme le FDP et l'AfD n'obtiennent pas la minorité de blocage de plus d'un tiers des sièges du Bundestag. Autre facteur de risque majeur, le commerce international. De potentiels droits de douane américains sur les exportations allemandes (chimie et automobile notamment) pourraient peser sur l'évolution économique et compromettre la reprise.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 2,0% | 2025 : 2,0% |
| 2026 : 1,8% | 2026 : 1,9% |

En 2024, l'inflation s'est normalisée en direction des 2%, principalement du fait du repli durable du renchérissement dans le secteur tertiaire. Début 2025, l'inflation globale devrait légèrement progresser, portée par la hausse des prix de l'énergie et des salaires. Considérant la timide conjoncture, nous estimons toutefois qu'elle restera globalement stable cette année, autour de 2%.

France

Sous de bons auspices

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 0,8% | 2025 : 0,7% |
| 2026 : 1,1% | 2026 : 1,1% |

Depuis mi 2024, les prévisions de croissance du consensus pour 2025 se sont rapprochées de notre estimation prudente. Désormais, les hypothèses du consensus rejoignent celles de notre scénario de référence pour 2025 comme pour 2026. Ce dernier table sur une croissance française en deçà de son potentiel d'environ 1,3%, et ce jusqu'à nouvel ordre. L'incertitude politique continue de marquer le comportement des ménages et entreprises de l'Hexagone. Comme nous l'avons déjà évoqué, le taux d'épargne déjà supérieur à la moyenne a augmenté lors des neuf premiers mois de 2024. Si les ménages le ramenaient à sa valeur à long terme, le pouvoir d'achat ainsi libéré représenterait 1,9% du PIB. La baisse des taux à court terme en réaction à l'assouplissement de la politique monétaire par la BCE devrait effectivement entraîner une désépargne en 2025. Des signes réjouissants provenant des entreprises en début d'année appuient notre hypothèse d'un regain de dynamisme cyclique en Europe. Il semble également que la politique d'octroi de crédit des banques aux entreprises continue de s'assouplir. Par ailleurs, le PMI de l'industrie en janvier 2025 est à son plus haut niveau depuis juin 2024.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 1,1% | 2025 : 1,4% |
| 2026 : 1,7% | 2026 : 1,6% |

Nous tablons sur une poursuite de cette trajectoire désinflationniste, précisément au vu de l'évolution de la croissance sous son potentiel. La confirmation de la baisse annoncée des prix de l'électricité pour les ménages en février 2025 devrait entraîner un net repli de l'inflation, sous 1%. La dynamique de l'inflation justifie un assouplissement rapide de la politique monétaire, et le creux conjoncturel des poids lourds de la zone euro l'exige même.

Italie

L'avare au sein de l'OTAN

L'économie italienne est coupée en deux. D'une part, une industrie à la peine et un secteur tertiaire solide de l'autre. Ce dernier porte la vigueur du marché du travail et a conduit à un repli record du chômage, surtout chez les jeunes et dans le sud du pays. Donald Trump incarne un risque, car Rome pourrait se trouver dans le viseur américain dans deux domaines. Primo, en raison du fort excédent commercial en faveur de l'Italie, et secundo pour cause de dépenses insuffisantes en matière de défense. Ces dix dernières années, Rome a certes relevé leur part de 1,1% à 1,5% de son PIB. Mais elle se classe au 26^e rang parmi les 32 pays membres de l'OTAN, et loin de l'objectif de 2%. Aucun autre membre de l'OTAN ne consacre une part plus élevée de ses dépenses en personnel (59%) ; en revanche, les sommes allouées à l'entretien et à l'équipement sont donc faibles. Jusqu'à présent, Giorgia Meloni est parvenue à s'attirer les bonnes grâces de Donald Trump, mais la pression politique américaine devrait s'accroître ces prochains mois.

Espagne

Comme d'habitude

En 2024, l'économie espagnole a été la locomotive de la croissance européenne. Certes, les chiffres du PIB du 4^e trimestre n'étaient pas disponibles à la clôture de la rédaction, mais la croissance annuelle devrait largement surpasser celle de l'ensemble de l'UEM. Les dépenses publiques devraient moins contribuer à la croissance ces prochaines années, car l'Espagne doit procéder à une consolidation budgétaire afin de satisfaire aux exigences de l'UE. Nous prévoyons donc en 2025 un léger repli par rapport à 2024, mais une croissance toutefois solide. L'économie espagnole devrait à nouveau profiter de la forte immigration, clairement favorisée par l'exécutif. Depuis 2019, elle a conduit à une hausse de 4% de la population active, soit presque deux fois plus que dans les autres pays d'Europe occidentale. De plus, en raison de sa faible part de biens exportés vers les Etats-Unis, l'Espagne devrait être moins exposée aux droits de douane que les poids lourds de la zone euro.

Suisse

La demande extérieure pèse

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 1,2% | 2025 : 1,3% |
| 2026 : 2,0% | 2026 : 1,6% |

Notre prévision de croissance pour 2025 prévoit une dynamique conjoncturelle inférieure au potentiel de l'économie suisse. Les industries MEM continuent de pâtir de la faible demande des débouchés que sont l'Allemagne et la Chine. A contrario, l'économie intérieure connaît une belle évolution. Le solde migratoire de la population résidante permanente reste, extrapolé sur une année, supérieur à 90 000 personnes. De plus, selon le Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO), le moral des ménages s'est nettement amélioré. D'après cette enquête, ils jugent la période encore plus favorable pour procéder à des achats importants. Il semble que la politique monétaire expansionniste de la BNS en 2025 va continuer de stimuler l'économie domestique. La forte hausse du taux de croissance du PIB à 2,0% en 2026 s'explique par les recettes des licences perçues par les associations sportives domiciliées en Suisse que sont l'UEFA et le CIO. Ajusté des événements sportifs, le PIB va augmenter – d'après nos calculs – de 1,5% en 2025 et de 1,6% en 2026.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 0,2% | 2025 : 0,6% |
| 2026 : 0,6% | 2026 : 0,8% |

Notre prévision pour 2025 est inférieure à celle du consensus. Toutefois, les risques de prévision à court terme augmentent légèrement, en raison des fluctuations sur les marchés des changes et des matières premières. Les raisons à cela sont notamment le regain d'appréciation du franc suisse face à l'euro, absent dans un premier temps, et la hausse des prix de l'énergie. Par ailleurs, nos prévisions pour 2025 reposent sur la baisse des prix de l'électricité pour les ménages et la pression structurelle des prix dans le commerce de détail. Au second semestre, la baisse des loyers existants intégrera en outre l'indice suisse des prix à la consommation.

Royaume-Uni

Le budget redevient central

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 1,2% | 2025 : 1,2% |
| 2026 : 1,4% | 2026 : 1,4% |

Les rendements des gilts ont fortement augmenté depuis décembre 2024, atteignant un niveau inédit depuis 1998. A l'inverse de « l'instant Liz Truss » en 2022, où la présentation d'un budget expansionniste avait conduit à une vente massive des emprunts britanniques, la courbe du marché a cette fois été en phase avec les emprunts d'Etat mondiaux et moins abrupte. Outre des facteurs internationaux, des paramètres intérieurs comme la crainte d'une inflation tenace et un faible assouplissement monétaire ont animé le marché. Les coûts de prise de crédit ont ainsi augmenté depuis la présentation du budget en octobre, et le respect des règles auto-imposées en la matière s'est corsé. Rachel Reeves, la Chancelière de l'Echiquier, n'a laissé qu'une marge fiscale très limitée. Celle-ci semble déjà épuisée, mais il est difficile d'estimer précisément le déficit. Le 26 mars 2025 paraîtront les prévisions de printemps de l'*Office for Budget Responsibility*, garant des finances publiques, suivies du discours de Rachel Reeves – nous attendons ces instants avec impatience. Pour l'heure, l'hypothèse la plus probable est que le déficit soit comblé par une réduction des dépenses. En revanche, on ignore sur quoi elles porteront. Le Labour a axé sa stratégie sur la relance de l'investissement. Or, diminuer les dépenses dans ce domaine semble difficilement conciliable avec les objectifs fixés.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 2,5% | 2025 : 2,6% |
| 2026 : 2,1% | 2026 : 2,3% |

A 2,5% en décembre, l'inflation est inférieure aux attentes, principalement en raison de la baisse des prix des billets d'avion, une composante très volatile. Cette surprise à la baisse a malgré tout été une bonne nouvelle pour les marchés obligataires. Nous prévoyons une évolution de l'inflation en direction des 2% cette année.

Chine

Démarrage en douceur

Croissance du PIB

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 4,1% | 2025 : 4,4% |
| 2026 : 3,8% | 2026 : 4,1% |

L'économie chinoise a progressé de 5% en 2024. Principal moteur de cette solide performance, les investissements et exportations de haute technologie, en hausse de plus de 7% sur l'année. En 2025, les secteurs exportateurs en particulier seront sous pression. Bien que Donald Trump ait pour l'instant écarté un droit de douane global sur l'ensemble des produits chinois, il devrait ériger des barrières commerciales et entraver les exportations. D'une part, Donald Trump utilise les tarifs douaniers comme moyen de pression pour obtenir des concessions de Pékin, p. ex. dans la crise du fentanyl ou en faveur de l'achat de davantage de produits américains. La Chine semblant ouverte à de tels arrangements, la mise en œuvre effective et le maintien de droits de douane pourraient être moins sévères que prévu. Quoi qu'il en soit, certains tarifs seront appliqués, car Donald Trump a également pour objectif de réduire le déficit de la balance commerciale américaine par leur truchement. Il veut également affaiblir la compétitivité des produits industriels chinois, servant son but suprême de réindustrialisation des Etats-Unis. Le secteur immobilier retrouve de la stabilité côté demande, avec des ventes en décembre une fois de plus en progression par rapport à l'année précédente. Avec cette perspective plus claire sur l'état de la demande, l'immobilier n'est plus le principal risque pesant sur la croissance.

Inflation

| Swiss Life Asset Managers | Consensus |
|---------------------------|-------------|
| 2025 : 0,9% | 2025 : 0,7% |
| 2026 : 1,5% | 2026 : 1,2% |

Tandis que la production industrielle s'envole, la demande des ménages reste atone. Ce déséquilibre entre offre et demande laisse peu de marge de manœuvre aux entreprises pour augmenter les prix. Comme cette situation devrait persister en 2025, voire s'aggraver avec la menace des droits de douane, nous abaissons notre prévision d'inflation à 0,9%.

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



Christoph Lauper
Economist Quantitative Analysis
christoph.lauper@swisslife-am.com



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

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

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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.