

Mars 2025

A retenir

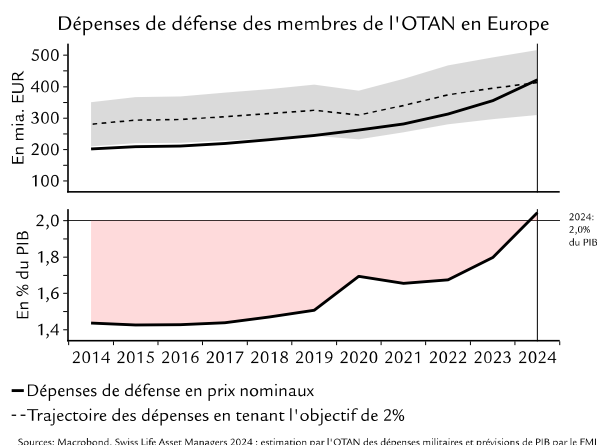
- États-Unis : l'euphorie cède la place à l'inquiétude liée aux tarifs douaniers parmi les entreprises
- Allemagne : la perspective d'un gouvernement capable d'agir porte le timide essor cyclique
- Chine : la taxe douanière de 10% n'aura qu'un effet limité, mais d'autres sont attendues

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%	2,6% ↑	2,7% ↑	2,4%	2,6%
Zone euro	0,8%	0,9% ↓	1,0%	1,2%	2,0% ↑	2,1% ↑	1,8%	1,9%
Allemagne	0,3% ↓	0,3% ↓	0,8%	1,0%	2,0%	2,2% ↑	1,8%	1,9%
France	0,8%	0,7%	1,1%	1,0% ↓	1,2% ↑	1,4%	1,6% ↓	1,7% ↑
Italie	0,5% ↓	0,7%	0,9%	0,9%	1,8% ↑	1,8% ↑	1,8%	1,7%
Espagne	2,2% ↑	2,4% ↑	1,7% ↑	1,9% ↑	2,3% ↑	2,2% ↑	1,9%	2,0%
Royaume-Uni	1,2%	1,1% ↓	1,4%	1,3% ↓	2,7% ↑	2,8% ↑	2,1%	2,4% ↑
Suisse	1,2%	1,2% ↓	2,0%	1,6%	0,2%	0,5% ↓	0,7% ↑	0,8%
Japon	1,2% ↑	1,2%	0,5%	0,9%	2,9% ↑	2,6% ↑	1,6%	1,8%
Chine	4,1%	4,5% ↑	3,8%	4,1%	0,7% ↓	0,6% ↓	1,5%	1,1%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 10 février 2025

Graphique du mois



Les dépenses militaires en Europe ont nettement augmenté depuis l'invasion russe en Ukraine en 2022. En 2024, elles ont atteint pour la première fois l'objectif de l'OTAN de 2% du PIB européen. La défense devrait rester au sommet de l'agenda politique de l'UE, et les dépenses en la matière devraient continuer de croître ces prochaines années. Toutefois, leur financement interrompt en raison des règles budgétaires fixées par Bruxelles. La suspension de ces règles ou l'émission « d'emprunts de guerre » sont deux options envisageables.

Etats-Unis La réalité en face

Croissance du PIB

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

Le flot de nouvelles en provenance de la Maison Blanche ne tord pas le cou à nos prévisions, mais les confirme globalement. 1 – Les taxes douanières jusqu'à 10% sur les produits chinois sont devenues réalité ; nous tablons sur des droits de douane ciblés plutôt que généralisés envers les pays industrialisés. Cette hypothèse sera mise à l'épreuve ces prochaines semaines, plusieurs échéances arrivant à terme. Le risque est que nous sous-estimions l'appétit du président américain pour ces recettes générées par ces droits de douane. 2 – La rhétorique sévère a dissuadé les migrants, mais les « déportations de masse » ne sont pas devenues réalité. Le Congrès souhaite discuter des moyens à cette fin, mais il faudra un moment avant de disposer du personnel et des infrastructures nécessaires. 3 – La dérégulation devrait désormais s'étendre au secteur financier. 4 – Côte politique budgétaire, il se peut que nous ayons sous-estimé la volonté de réduction du déficit. Les premiers budgets prévisionnels prévoient notamment des coupes dans les programmes sociaux comme Medicaid pour prolonger les réductions d'impôts datant du premier mandat de Donald Trump. L'issue des débats reste ouverte ; nous allons donc temporiser avant de revoir nos prévisions. Une chose est claire : l'incertitude a grandi et dans de nombreuses enquêtes auprès des entreprises, l'euphorie initiale laisse place à la désillusion.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,6%	2025: 2,7%
2026: 2,4%	2026: 2,6%

Comme ces dernières années, l'inflation sous-jacente comme globale a surpris à la hausse en janvier. Il reste difficile d'évaluer la part des facteurs saisonniers et des conditions météorologiques exceptionnelles, et l'effet réel sur la hausse de l'inflation. Cependant, les attentes d'inflation ont augmenté sur les marchés financiers, dans les entreprises et parmi les ménages. Conjugué à l'incertitude quant à la politique douanière, cela a entraîné une attitude attentiste de la Fed.

Zone euro Et si... ?

Croissance du PIB

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

Le locataire de la Maison Blanche n'a pas fait dans la discrétion dans sa tentative d'obtenir la paix entre la Russie et l'Ukraine. Toutefois, le chemin vers un accord aux solides garanties en termes de sécurité est semé d'embûches, et les négociations devraient jouer les prolongations. Nous n'avons donc pas encore adapté nos prévisions. Un tel accord aurait avant tout les conséquences économiques suivantes pour l'Europe. Primo, un assouplissement des sanctions envers Moscou, abaissant le prix du gaz. Ce serait une bonne nouvelle pour l'inflation de la zone euro et l'industrie qui pâtit des prix élevés de l'énergie. Secundo, le marché du travail. Actuellement, quelque 2,6 millions de réfugiés ukrainiens vivent dans la zone euro, et ils ont porté l'emploi en Europe ces dernières années. D'après des sondages, 50% de ces personnes ont l'intention de retourner en Ukraine une fois la guerre terminée. Une donnée qui devrait aggraver la pénurie de main-d'œuvre et les problèmes démographiques. Indépendamment de l'avancée des négociations, les dépenses de défense vont augmenter dans tous les pays d'Europe ces prochains mois (voir graphique du mois). L'incidence sur la croissance économique sera positive, et notre scénario de référence l'intégrait déjà.

Inflation

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

En zone euro, l'inflation globale grimpe encore en janvier et s'inscrit à 2,5%. Une hausse principalement causée par une forte accélération des prix de l'énergie. L'inflation sous-jacente reste inchangée par rapport à décembre, à 2,7%. Les prix de l'énergie reculent à nouveau depuis début février, ce qui devrait amortir quelque peu l'augmentation de janvier. En 2025, l'inflation dans la zone euro devrait reculer légèrement et revenir sous les 2%.

Allemagne

Les prévisions s'améliorent

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,3%
2026: 0,8%	2026: 1,0%

L'économie allemande demeure dans une position attentive. L'indice ifo du climat des affaires affiche un tableau contrasté en février. Tandis que les entreprises jugent mauvaise la marche actuelle des affaires, leurs attentes s'améliorent légèrement. Le PMI du secteur manufacturier affiche une tendance similaire et signale à nouveau une évolution positive. Le contexte politique contribue aussi à décrier la situation. La majorité sortie des urnes le 23 février permettra de former un gouvernement stable qui pourra agir avec célérité. Des allègements fiscaux pour stimuler l'investissement dans les infrastructures et la défense sont envisageables. Mais des compromis avec les Verts et « Die Linke », le parti de gauche, seront indispensables pour obtenir la majorité des deux tiers requise. A brève échéance, le contexte économique reste difficile : la consommation privée rebondit lentement, car de nombreux ménages restent prudents. Eu égard aux incertitudes internationales, l'export demeure confronté à des difficultés structurelles et des défis de taille. Toutefois, l'optimisme en hausse, la politique monétaire plus expansionniste et un gouvernement apte à l'action contribueront ensemble à consolider la reprise et à remettre l'Allemagne sur le chemin de la croissance.

Inflation

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

En Allemagne, la trajectoire est déflationniste et – à l'inverse de nombreux autres pays occidentaux – n'a pas livré de hausse surprise récente. Notre estimation d'une probable normalisation vers les 2% demeure inchangée. L'inflation des services, tenace, reste décisive pour l'évolution à moyen et à long terme. Elle est portée par la hausse des salaires et la pénurie de main-d'œuvre qualifiée. Inscrite à 4%, elle est nettement supérieure à la valeur cible pour la stabilité des prix.

France

Moral en berne dans le tertiaire

Croissance du PIB

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

D'après les indicateurs avancés, le PMI du secteur des services est tombé en février à son plus bas niveau depuis septembre 2023. Cette morosité est due à des carnets de commandes qui ont minci à vue d'œil. Le retour – pour l'heure – de la stabilité politique ne se traduit visiblement pas de manière immédiate dans la confiance des entreprises du tertiaire. La situation sur le marché du travail est à l'avenant, et reste sombre : d'après la plateforme spécialisée Indeed, le nombre d'offres d'emploi est au plus bas depuis octobre 2021. De plus, cette incertitude considérable a entraîné, selon une enquête de Bloomberg, un niveau de risque de récession dans l'Hexagone ces douze prochains mois au plus haut en deux ans. Nous continuons d'écarter toute récession technique avec un taux de croissance négatif du produit intérieur brut. Toutefois, nous maintenons notre hypothèse d'une croissance tricolore moins vigoureuse en 2025 et 2026 qu'elle pourrait l'être si elle exploitait pleinement ses capacités. Il faut donc s'attendre à une hausse du taux de chômage ces prochains trimestres. Nous attendons des stimuli venus de la baisse des coûts de financement à la suite des réductions de taux de la BCE.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,4%
2026: 1,6%	2026: 1,7%

En janvier, le renchérissement annuel a dépassé notre prévision. Nous avons donc légèrement relevé notre projection d'inflation pour 2025. Toutefois, notre scénario de référence quant à la dynamique des prix à la consommation demeure inférieur à la prévision du consensus. En février, la baisse des prix de l'électricité a alimenté un repli notoire de l'inflation. Considérant la croissance économique inférieure au potentiel, nous tablons pour le reste de l'année sur un recul de la pression sur les prix dans le secteur tertiaire.

Italie

Six mois de stagnation

D'après les premiers chiffres de l'institut statistique italien, l'économie *azzurra* a stagné lors des six derniers mois de 2024. Si la forte consommation privée a compensé l'atonie du commerce extérieur au 3^e trimestre, les indicateurs avancés dressaient le constat inverse au 4^e dans le communiqué de presse de l'institut statistique national. De faibles importations et fortes exportations, surtout en décembre, vers d'autres pays de l'UE notamment, y ont contribué. Curieusement, l'export vers les États-Unis a reculé en fin d'année ; aussi, il y a eu peu d'exportations anticipées en raison de la menace des droits de douane. Les premiers chiffres 2025 sont contrastés. La croissance de salaires réels reste positive et devrait continuer de porter la consommation. Mais, à la lecture des PMI, aucune accélération de la dynamique dans le tertiaire n'est à attendre. Le moral reste en berne dans le secteur industriel. Dans l'ensemble, nous restons confiants dans notre prévision de croissance de 0,5% pour 2025, inférieure à celle du consensus.

Espagne

Essor de l'investissement

Au 4^e trimestre 2024, l'économie espagnole a de nouveau progressé, de 0,8% par rapport au trimestre précédent. La croissance pour l'année 2024 s'établit donc à 3,2%. Cette remarquable performance s'est maintenue malgré les fortes inondations du mois d'octobre. Les efforts de reconstruction semblent avoir compensé – partiellement tout du moins – les dégâts causés. Le net rebond des investissements au 4^e trimestre, poussifs ces dernières années, peut constituer un indice. La croissance des investissements dans les machines et équipements a été particulièrement forte. La reprise durable de la consommation est également encourageante ; elle devrait demeurer un relais de croissance en 2025. En revanche, les dépenses publiques qui ont porté la conjoncture ces dernières années ont fortement ralenti au 4^e trimestre. La contribution à la croissance reste positive, aussi grâce au soutien public aux régions touchées par les inondations. Certes, nous prévoyons cette année une croissance en léger repli par rapport à 2024, mais toujours solide.

Suisse

Prévision d'inflation inchangée

Croissance du PIB

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

Primo, les données 2024 ajustées des revenus des licences des associations organisatrices des grands événements sportifs internationaux montrent que la Suisse a échappé au recul conjoncturel de ses grands voisins. Le moral des ménages, qui continue de s'améliorer, et le regain de forme du marché immobilier sont une explication de la robustesse de l'économie suisse. L'action énergique de la Banque nationale suisse (BNS) et sa rapide transition de politique monétaire vers l'expansionnisme ont déjà stimulé l'économie domestique. Une seconde explication provient du solde migratoire toujours élevé de la population résidente étrangère : elle a augmenté de 90 000 personnes en 2024. Il reste donc raisonnable d'affirmer que la croissance du produit intérieur brut suisse s'appuie surtout sur une large assise intérieure. En revanche, les industries MEM tournées vers l'exportation continuent de pâtir d'une faible demande, comme en témoignent les données du marché du travail des cantons de l'arc jurassien. Le taux de chômage moyen devrait progresser en Suisse, passant de 2,5% en 2024 à 2,8% courant 2025.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,2%	2025: 0,5%
2026: 0,7%	2026: 0,8%

Les chiffres de l'indice suisse des prix à la consommation réservaient une surprise qui a poussé les marchés à réévaluer légèrement la future politique monétaire de la BNS : l'inflation sous-jacente est passée de 0,6% à 0,9%. Selon nous, cette hausse s'explique surtout par le changement de pondération au sein du panier-type. Notre prévision pour 2025 est bien inférieure à celle du consensus. Rappelons que notre scénario de référence prévoit des prix à l'importation et de l'énergie en baisse. En outre, le repli des loyers existants intégrera la mesure de l'inflation à partir d'août.

Royaume-Uni

La dépense publique au soutien

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,1%
2026: 1,4%	2026: 1,3%

Au 4^e trimestre, le PIB britannique a signé +0,1% par rapport au précédent. Entre novembre et décembre, il a progressé de 0,4%, gagnant ainsi en dynamisme. Toutefois, les relais de croissance sont moins exaltants. Lors du dernier trimestre 2024, le principal a été le secteur public. D'autre part, la consommation des ménages a stagné à un faible niveau, tandis que les investissements des entreprises et le commerce de détail ont freiné la dynamique. Cette composition de la croissance concorde toutefois – jusqu'à un certain degré – avec les prévisions issues du budget automnal. Il intégrant une hausse des dépenses publiques, qui ont porté leurs fruits plus tôt que prévu. Le secteur privé devrait demeurer le point faible de l'économie britannique ces prochains mois, car les effets des hausses d'impôts annoncées et entrant en vigueur en avril vont se faire sentir. Les PMI de février pointent déjà vers cette direction. Dans le secteur tertiaire, le PMI a certes livré une hausse surprise, à 51,1 points et donc au-dessus du seuil de croissance. Toutefois, la nette dégradation de la composante de l'emploi témoigne d'un ralentissement. Néanmoins, nous attendons une certaine accélération de la croissance PIB par rapport à 2024, portée par l'augmentation de la dépense publique.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,7%	2025: 2,8%
2026: 2,1%	2026: 2,4%

A 3,0% en janvier, l'inflation a été bien supérieure aux attentes. La hausse des prix de l'énergie et de l'alimentation l'explique. L'inflation sous-jacente aussi a fortement augmenté, avec la hausse des prix des billets des transports publics et de l'introduction de la TVA pour les écoles privées. Nous relevons donc notre projection pour 2025, à 2,7%.

Chine

Guerre commerciale 2.0

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,1%	2025: 4,5%
2026: 3,8%	2026: 4,1%

Tandis que le Mexique et le Canada échappent pour l'heure aux 25% de droits de douane qui leur étaient promis, la situation est tout autre pour la Chine. Une taxe douanière de l'ordre de 10% sur les produits chinois est entrée en vigueur le 4 février dernier, étendant la guerre commerciale déclarée par Donald Trump lors de son premier mandat. Contrairement à l'époque où cette taxe ciblait des groupes spécifiques, l'actuelle s'applique à toutes les marchandises exportées de Chine vers les États-Unis. Bien que cela devrait peser sur la balance commerciale chinoise, l'incidence sur le PIB devrait rester limité. L'importance du marché américain comme débouché pour la Chine a nettement reculé. De plus, Pékin peut amortir ces effets par un soutien budgétaire accru, une délocalisation vers d'autres partenaires commerciaux et une dévaluation du yuan, à même de rapidement neutraliser les incidences des droits de douane. Toutefois, le taux de 10% ne va pas en rester là. Le président américain a exigé de différentes autorités de lui soumettre au 1^{er} avril des rapports sur différents thèmes dont il compte se saisir pour appliquer des droits de douane. Concernant la Chine, ces sujets vont du respect de l'accord commercial aux pratiques concurrentielles déloyales. Des droits de douane plus élevés sur certains produits chinois sont donc probables, d'autant que l'objectif est d'augmenter les recettes douanières et de réindustrialiser l'économie américaine.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,7%	2025: 0,6%
2026: 1,5%	2026: 1,1%

Malgré une hausse de l'inflation à 0,5% en janvier (inscrite à 0,1% en décembre), elle reste inférieure à notre prévision. Elle était prévisible en raison du bond des dépenses à l'occasion des fêtes du Nouvel An lunaire. Néanmoins, cette inflation étonnamment faible nous pousse à abaisser notre prévision pour 2025, de 0,9% à 0,7%.

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.