Perspectives
Conjoncture

SwissLife Asset Managers

Avril 2025

A retenir

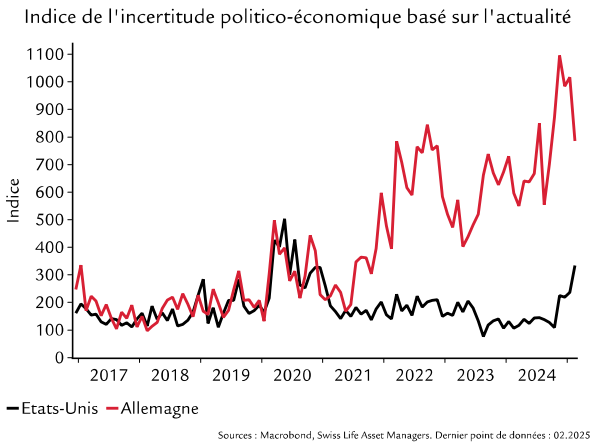
- Etats-Unis : Prévisions de croissance 2025 abaissées en raison des faibles perspectives de consommation privée
- Allemagne : le virage budgétaire pose les bases d'un redressement de la croissance à moyen et long terme
- Chine : les taxes américaines freinent les exportations, le soutien budgétaire porte l'économie intérieure

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

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

Graphique du mois



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 02.2025

Au contraire de l'Europe où la crise de l'énergie a créé une incertitude sans précédent, les entreprises américaines ont profité de conditions cadres stables soutenant le boom économique sous Joe Biden. Une époque désormais révolue. La politique douanière chaotique et les discussions naissantes quant à un « accord de Mar-a-Lago », qui provoquerait une dévaluation coordonnée du dollar par des méthodes pour partie très problématiques, ont considérablement accru l'incertitude de la politique économique. En Europe, les mesures budgétaires allemandes de long terme devraient continuer à réduire l'incertitude, très importante également.

Etats-Unis
Fin du boom de consommation

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,8%	2025: 2,0%
2026: 2,0%	2026: 2,0%

Après deux années d'un boom de la consommation, notre scénario de référence prévoit toujours une normalisation de la consommation des ménages en 2025. Les données des quatre dernières semaines traduisent un ralentissement plus marqué que prévu, motivant la révision à la baisse de notre prévision de croissance du PIB pour 2025, de 2,3% à 1,8%. En février et après un mois de janvier morose à cause de la météo, le rebond est décevant. Depuis, le moral des ménages a continué de baisser. Généralement, nous n'accordons que peu de crédit à ces enquêtes, car le lien avec les dépenses effectives est ténu et les réponses fortement politisées. Ainsi, la prévision de la conjoncture future chez les démocrates est déjà au plus bas depuis l'élection de novembre dernier. Mais aujourd'hui et pour la première fois, le désenchantement a rattrapé l'électorat républicain, ce qui constitue très certainement un signal d'alerte. Les raisons sont évidentes : incertitude causée par les droits de douane, forte hausse des prévisions d'inflation et des suppressions de postes, notamment dans le secteur public et dans la vente au détail. Cela ne se reflète pas encore dans les chiffres « durs » du marché de l'emploi, les demandes initiales d'allocations chômage notamment, mais une dégradation est à attendre ces prochains mois.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,8%	2025: 2,9%
2026: 2,4%	2026: 2,6%

Net repli de l'inflation après la forte hausse surprise de janvier ; prix des services et coûts du logement ont stagné. Mais il est trop tôt pour se réjouir. Les droits de douane sur les produits chinois devraient progressivement se traduire dans le prix des biens dès mars. A rebours de notre hypothèse initiale, le dollar s'est déprécié et n'a pas absorbé les taxes douanières élevées. Nous avons donc relevé notre prévision d'inflation pour 2025.

Zone euro
De meilleures perspectives

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

Les PMI de mars traduisent à nouveau une légère amélioration des perspectives de croissance pour l'industrie européenne, malgré la menace de hausses des droits de douane américains. Ce regain de confiance s'explique probablement pour l'essentiel par le train allemand de mesures budgétaires. En février, le PMI industriel allemand est passé de 46,5 à 48,3, et en France également, les industriels sont un peu moins pessimistes. Les dépenses de défense demeurent l'objet de l'attention dans l'UE. Elle a publié un livre blanc sur la question intitulé « Readiness 2030 », détaillant sa méthode de préparation aux risques de guerre d'ici 2030. Ce document précise également le financement prévu de la hausse des dépenses militaires. En raison du net virage de la politique budgétaire allemande, nous avons légèrement relevé notre prévision du PIB également pour la zone euro en 2026. Concernant les autres pays de l'UEM, nous n'avons pour l'heure pas intégré d'effets de hausse des dépenses de défense, car trop peu de détails sont connus. Malgré un engagement clair et commun en faveur de l'Ukraine, il existe des divergences d'opinion. Ainsi, l'Espagne et l'Italie sont plutôt critiques quant aux projets de défense, alors que les pays nordiques, la France, l'Allemagne et la Pologne plaident en leur faveur.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,3%	2025: 2,2%
2026: 2,0%	2026: 1,9%

Léger repli de l'inflation dans l'UEM en février, après une légère hausse les quatre mois précédents. Les prix de l'énergie y ont le plus contribué. Nous avons légèrement relevé notre prévision d'inflation pour 2025 et 2026. L'ajustement pour 2025 est dû à des prévisions de taux plus élevés que prévu en Allemagne et en Espagne. Celui de 2026 s'explique par l'annonce des mesures budgétaires en Allemagne.

Allemagne
Changement d'ère budgétaire

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,2%
2026: 1,3%	2026: 1,2%

L'Allemagne se détache de sa politique budgétaire restrictive et va s'appuyer sur des investissements publics axés sur la croissance. A moyen terme, ce tournant politique devrait porter une croissance bien plus dynamique qu'au cours des deux dernières années. A court terme toutefois, les perspectives restent moroses. La conjoncture stagne, l'incertitude est élevée et la consommation comme la demande en exportations restent sur la réserve. Les droits de douane américains sur les exportations allemandes devraient entraver un peu plus la reprise économique. Le soutien de l'Etat pourrait ici contrecarrer cet effet. Des segments de la construction et de l'industrie manufacturière en particulier en profiteraient ; pour eux qui traversent une récession ainsi qu'une mutation structurelle, une demande supplémentaire tomberait à point nommé. En outre, le repli de l'inflation et des taux d'intérêt devraient porter la reprise, et les conditions de financement s'améliorer pour les entreprises et les ménages. Si ce soutien budgétaire ravive les dépenses d'investissement et la consommation, le rebond jouirait d'un appui supplémentaire. L'amélioration des perspectives à moyen terme nous amène à relever de 0,5% notre prévision de PIB pour 2026, la portant à 1,3%.

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

L'ampleur des programmes budgétaires annoncés est telle qu'elle devrait exercer une pression considérable sur les prix et les capacités de production à moyen terme. Un effet qui sera dopé par la diminution de la population active, pour une raison démographique. Comme l'impact de ces programmes sur l'économie réelle sera différé, nous nous attendons à une hausse décalée, mais forte, de l'inflation. Dans ce contexte, nous portons notre prévision d'inflation pour 2026 de 1,8% à 2,3%.

France
Craintes de récession exagérées

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

Selon les économistes interrogés par Bloomberg en mars, la probabilité d'une récession en France ces douze prochains mois est estimée à 57%. Un chiffre supérieur à celui de l'Allemagne, jusque-là l'homme malade de l'Europe. Nous jugeons ces craintes exagérées et largement dues à l'incertitude politique. Les données entrantes nous donnent confiance dans le fait que le cycle conjoncturel va accélérer en France également ces prochains mois. Comme déjà évoqué, le taux d'épargne des ménages français est inhabituellement élevé actuellement. Avec des comptes bancaires et des plans d'épargne fiscalement avantageux moins bien rémunérés, le coût d'opportunité de la consommation diminue. Un retour à un taux d'épargne normal pourrait libérer un pouvoir d'achat de l'ordre de 2% du PIB hexagonal. L'industrie tricolore est en outre bien positionnée pour profiter des programmes européens d'infrastructures et de défense qui ont été annoncés. Le boom du secteur touristique demeure intact. Ajusté des variations saisonnières, le nombre de nuitées de touristes étrangers dans les hôtels français a atteint en janvier un pic inédit depuis 2011, soit le début du relevé de cette donnée par l'Insee.

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

Le scénario ci-dessus signifie que l'économie française va croître en deçà de son potentiel ces prochains mois, réduisant davantage la pression inflationniste. Il est intéressant de noter que les prévisions d'inflation à long terme des consommateurs et des investisseurs en emprunts indexés sur l'inflation restent stables autour de 2%, même après l'annonce des programmes européens. A court terme, notre scénario de référence table pour 2025 et 2026 sur un taux d'inflation inférieur à 2%.

Italie
De bon augure pour la défense

Selon les PMI de janvier et février, la croissance économique italienne s'est légèrement reprise après six mois de stagnation. Notre modèle prévoit actuellement une croissance de 0,2% au 1er trimestre. Les PMI de mars ne sont pas encore disponibles à la clôture de la rédaction, mais les résultats anticipés pour l'Allemagne et la France traduisent une amélioration du secteur secondaire, déclenchée par le train allemand de mesures budgétaires. Les effets pour l'Italie sont à double tranchant. D'une part, les taux à long terme ont augmenté dans toute l'Europe, ce qui limite un peu plus la marge de manœuvre budgétaire italienne, déjà étroite sans cela. Malgré un important besoin de rattrapage, Rome ne pourra pas tenir la cadence de l'armement européen. D'autre part, la Botte devrait désormais profiter, outre des moyens issus de NextGenerationEU toujours dynamiques, de commandes d'armement venues de l'étranger. En effet, l'Italie héberge Leonardo, le plus grand groupe d'armement d'Europe continentale, et Fincantieri, un des plus grands chantiers navals au monde, également constructeurs de bâtiments de guerre.

Espagne
Peu tournée vers la défense

En comparaison européenne, l'Espagne est le pays qui dépense le moins pour la défense, environ 1,2% du PIB en 2024. La hausse des dépenses en la matière ne suscite pas un engouement immodéré, que ce soit parmi la population ou au gouvernement. Certes, le Premier ministre Pedro Sánchez les a augmentées en 2024, mais cela n'a eu guère d'effet en rapport au PIB, grâce à la solide croissance économique. De plus, Pedro Sánchez est à la tête d'un gouvernement minoritaire, dépendant des petits partis. L'exécutif va ainsi au-devant d'importantes difficultés pour faire adopter son budget au Parlement. La question des dépenses d'armement nourrit d'ailleurs d'autres conflits. D'un point de vue économique pourtant, l'industrie espagnole de la défense, très performante en aérospatiale, devrait profiter des projets européens dans ces domaines. A moyen terme, le marché du travail toujours tendu devrait se muer en entrave, car la main-d'œuvre manque dans ce secteur très spécialisé.

Suisse
Solide activité de construction

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 1,2%
2026: 1,8%	2026: 1,6%

La perspective d'inflation reste hétérogène. Le contexte d'investissement difficile, considérant les menaces brandies depuis Washington, pèse sur les industries MEM. Comme lors du premier mandat de Donald Trump, il faut s'attendre dans un premier temps à un effet négatif sur les investissements industriels des entreprises. A la clôture de la rédaction, l'ampleur des taxes douanières de l'administration Trump infligées à l'industrie pharmaceutique est inconnue. Franchir ce Rubicon pourrait avoir des répercussions considérables sur les activités du secteur en Suisse. Pour l'heure, les fonds dédiés et les programmes de dépenses en Allemagne et dans l'UE ne nous poussent pas à revoir nos prévisions de croissance jusqu'en 2026. En revanche, le changement de cap de la BNS entamé en décembre 2023, dont la politique monétaire est à considérer comme expansionniste, a amélioré la dynamique conjoncturelle. Parmi différents facteurs, la baisse des coûts de financement grâce à la réduction des taux a dynamisé la construction. Dans le secteur locatif, le volume relatif de projets autorisés depuis le 4e trimestre 2023 a augmenté d'environ un tiers en prix courants. En 2025, cela apportera un élan notable dans l'activité de construction.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 0,3%	2025: 0,5%
2026: 0,6%	2026: 0,8%

La hausse des prix de l'énergie et l'appréciation de l'euro réduisent le risque d'une inflation négative à l'été 2025. Notre scénario de référence prévoit un renchérissement annuel touchant son point bas à 0,2% en août. La baisse des loyers existants, conséquence de celle du taux d'intérêt hypothécaire de référence, sera partiellement compensée par des hausses des loyers du marché. Nouvelle baisse du prix de l'électricité en vue pour les ménages en 2026. Selon notre prévision, l'inflation atteindra 1,0% fin 2026.

Royaume-Uni
Un pénible début d'année

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 1,2%	2025: 0,9%
2026: 1,4%	2026: 1,2%

L'économie britannique a connu un début d'année 2025 difficile. En janvier, le PIB mensuel s'est contracté de 0,1%, une faiblesse causée par la production industrielle, en repli de 0,9% sur ce même mois. Le tertiaire est le seul secteur qui affiche une croissance légèrement positive. Les PMI ont connu une évolution similaire. Celui de l'industrie manufacturière a encore reculé en mars, s'inscrivant à 44,6, bien en deçà du seuil de croissance de 50. Les sous-indices prospectifs comme les nouvelles commandes (à l'exportation) sont encore plus mornes que l'indice global, ce qui est particulièrement inquiétant. A l'inverse, le PMI du tertiaire s'améliore à nouveau en mars (53,2) et indique une solide croissance du secteur. Le marché du travail semble lentement se détendre. En janvier, la croissance du salaire hebdomadaire moyen dans le secteur privé a ralenti, ce qui devrait apaiser la BoE quant à la pression inflationniste pour le reste de l'année. Ces derniers mois, le taux de chômage est resté constant à 4,4%. En raison de problèmes persistants liés aux données, ce chiffre est toutefois à prendre avec des pincettes. Le mois prochain, le budget devrait revenir sous le feu des projecteurs avec le discours de printemps le 26 mars (après la clôture de la rédaction), qui devrait comporter des coupes budgétaires.

Inflation	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 2,7%	2025: 3,1%
2026: 2,1%	2026: 2,4%

Outre l'inflation actuelle, les prévisions en la matière ont également augmenté. Sur les douze prochains mois et selon une enquête de la BoE, elles ont grimpé à 3,4%. Lors de sa réunion à la mi-mars et comme prévu, la BoE a laissé son taux directeur inchangé. Elle s'est montrée prudente quant à la persistance du processus de désinflation sous-jacent.

Chine
Objectif consommation

Croissance du PIB	
Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025: 4,3%	2025: 4,5%
2026: 4,0%	2026: 4,2%

Cette année, Donald Trump a déjà imposé des droits de douane supplémentaires de 20% sur les produits chinois, soit un taux douanier moyen réel de quelque 30%. Et d'autres sont attendus. Depuis les premières taxes Trump en 2018, la Chine a nettement réduit sa dépendance au marché américain comme débouché. Pourtant, les exportations vers le rival américain représentent encore 2,5% du PIB et les effets des taxes douanières seront sensibles en conséquence. Considérant l'environnement externe morose, le gouvernement chinois se concentre sur l'économie domestique, surtout sur la consommation. La pandémie et la crise immobilière débutée en 2021 ont provoqué un choc profond, destructeur pour l'emploi et freinant la confiance des consommateurs aujourd'hui encore. De plus, le taux d'épargne est structurellement élevé en Chine. En raison d'un système de sécurité sociale insuffisant, les ménages épargnent environ un tiers de leur revenu. Le gouvernement chinois a commencé à s'attaquer à ces thèmes, en s'efforçant d'augmenter le revenu des ménages et d'améliorer le système de sécurité sociale. Le soutien budgétaire plus généreux que prévu et très axé sur l'économie domestique nous amène à réviser notre prévision de croissance du PIB à 4,3%, ce qui reste loin de l'objectif de 5% annoncé par Pékin.

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

Les données économiques des deux premiers mois de l'année en Chine peuvent être très volatiles en raison du Nouvel An lunaire, et doivent être interprétées avec prudence. Sur une longue période, l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) affiche une trajectoire faible et persistante, trahissant une demande intérieure toujours morne.

Economic Research

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

Damian Künzi
Head Macroeconomic Research
damian.kuenzi@swisslife-am.com
𝕏 @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 VIIs 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.