

Mai 2025

A retenir

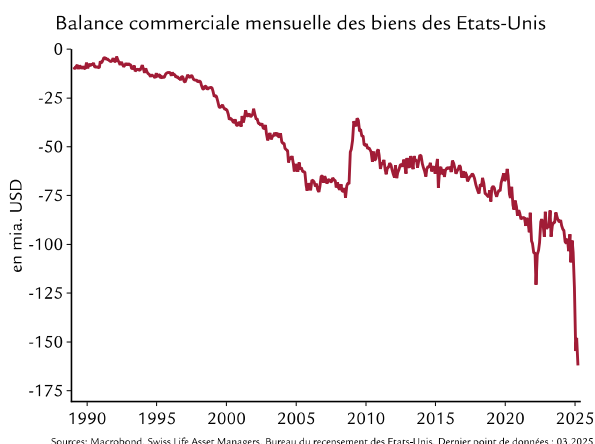
- Etats-Unis : consommation anticipée au 2ème trimestre, suivie d'un affaiblissement au second semestre 2025
- Zone euro : les politiques monétaire et budgétaire peuvent amortir l'effet néfaste du conflit douanier
- Chine : l'escalade douanière va frapper les exportations, mais sans interrompre les flux de marchandises

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 7 avril 2025

Graphique du mois



Bien que le président américain ait fixé pour objectif de réduire le déficit de la balance commerciale américaine, des excédents d'importation record ont été enregistré lors des trois premiers mois de 2025. Rien à voir avec un boom des échanges transfrontaliers, mais plutôt une anticipation des importations avant que les droits de douane annoncés ne s'appliquent. Nette amélioration des données des exportations européennes et asiatiques au 1^{er} trimestre donc, mais gare à ne pas l'interpréter comme un essor durable. Ces effets devraient s'inverser en cours d'année.

Etats-Unis

Des rayons vides

Croissance du PIB

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

Actuellement, les marchés financiers sont le seul « contre-pouvoir » notable à exercer un contrôle sur le pouvoir présidentiel, tout du moins sur sa politique économique. Alors que les emprunts d'Etat américains ont subitement décliné après l'annonce de droits de douane massues lors du « Liberation Day », le président s'est vu contraint d'en suspendre certains pour 90 jours. Dans le cas de la Chine, des biens essentiels en ont été exclus. Les entreprises américaines vont d'abord éviter certaines importations chinoises, entraînant de plus en plus de perturbations dans les chaînes logistiques industrielles et des rayons vides dans les magasins. Selon nous, Pékin a la meilleure main dans cette partie, et les Etats-Unis devraient soit ouvrir des négociations ou exempter de taxes d'autres produits. Négocier avec d'autres pays est envisageable, mais nous ne faisons aucun pronostic quant au timing ou au résultat. A une exception près : le risque latent d'une crise des emprunts d'Etat pourrait nous préserver d'une nouvelle escalade douanière et donc d'une récession mondiale qui menace. Avec les droits de douane actuels, le scénario de référence suivant semble probable pour les Etats-Unis : anticipation de la consommation et de la production (tant que les stocks suivent), suivie d'un contrecoup au 2nd semestre. La réorganisation des chaînes logistiques et l'appui de la politique monétaire pourraient alimenter un certain rebond en 2026.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,3%	2025 : 3,2%
2026 : 3,8%	2026 : 2,7%

Notre scénario de référence est très incertain, car tributaire de l'humeur de la Maison-Blanche. Idem pour les prévisions d'inflation, car la Fed reste pour l'heure enclavée dans une position attentiste. La massue douanière et la faiblesse du dollar nous font nettement relever nos prévisions d'inflation. Les chiffres de mars étonnamment faibles montrent que la pression s'estompe vite avec la faiblesse de la consommation. Un argument qui pourrait amener la Fed à ignorer les hausses de prix liées aux droits de douane.

Zone euro

Tout n'est pas perdu

Croissance du PIB

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

Les effets économiques des taxes douanières américaines devraient se faire ressentir en zone euro au 2nd semestre en particulier. Nous abaissons donc légèrement notre prévision de croissance pour 2025 et 2026. Outre une demande mondiale en repli, c'est surtout la forte incertitude globale qui pèse sur les investissements des entreprises et la consommation des ménages. Cependant, la politique budgétaire expansionniste de nombreux pays européens devrait porter la croissance. En plus de projets d'investissements en infrastructures (Allemagne et Italie), la hausse à venir des dépenses de défense sera également favorable. Avec le repli de l'inflation, la politique monétaire peut se permettre d'être plus expansionniste. L'inflation baissant, les salaires réels devraient augmenter, portant à leur tour la consommation des ménages à moyen terme. Jusqu'à présent, les enquêtes auprès des entreprises restent bonnes. Ainsi, le PMI du secteur manufacturier en avril signe un léger gain par rapport à mars, mais il reste en deçà du seuil d'expansion. Cela tient d'une part à une certaine anticipation des exportations américaines et de l'autre à une baisse des prix de l'énergie. Le premier aspect cité devrait toutefois s'inverser au 2nd semestre (voir également Graphique du mois)

Inflation

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

La pression inflationniste reflue et, en raison du repli de la demande mondiale et des prix de l'énergie, le renchérissement devrait diminuer en cours d'année. L'appréciation de l'euro atténuée en outre la pression importée. C'est autant d'eau au moulin de la BCE pour continuer son cycle de baisse des taux. Elle devrait opérer trois réductions de 25 pb chacune en 2025.

Allemagne

Nouvel exécutif, faible impact

Croissance du PIB

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

La CDU/CSU et le SPD se sont accordés sur un gouvernement de coalition. L'accord conclu comprend principalement des mesures incrémentales : de nombreux stimuli de politique économique restent vagues ou sont repoussés à 2026 voire plus tard. Allègements fiscaux, incitations à l'investissement et reflux des prix de l'énergie sont prévus, mais n'auront aucun effet à court terme. La marge de manœuvre budgétaire reste limitée étant donné la conjoncture et les risques géopolitiques. Berlin reste engagée à respecter le pacte budgétaire européen, signifiant que malgré les exceptions de taille au frein à l'endettement, il ne faut pas tabler sur un renoncement fondamental à une politique financière axée sur la stabilité. Les exportateurs vont souffrir des droits de douane américains récemment suspendus ainsi que de l'appréciation de l'euro. Les enquêtes auprès des entreprises traduisent donc un repli des attentes. L'indice ifo du climat des affaires recule légèrement, mais reste comparativement stable, considérant la mauvaise trajectoire des exportations. Cela indique une certaine solidité de la conjoncture allemande à un faible niveau. Le secteur tertiaire poursuit son évolution stable. Faibles perspectives de croissance à court terme globalement, mais un modeste rebond à moyen terme est probable.

Inflation

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

L'effet désinflationniste de la politique douanière américaine et la baisse des prix de l'énergie va accélérer la normalisation de l'inflation. De plus, l'euro s'apprécie fortement depuis janvier, réduisant l'inflation importée des produits de l'énergie, des biens de consommation et d'investissement. A la clé, baisse des coûts pour les ménages et les entreprises. Au vu de ces évolutions, nous tablons sur une pression inflationniste plus faible sur la période de prévision et abaissons notre projection d'inflation à 2,1% en 2025 et à 2,0% en 2026.

France

Boom du tourisme

Croissance du PIB

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

En ce début de 2^e trimestre, les PMI de l'industrie, des services et du secteur de la construction stagnent tous sous le seuil d'expansion des 50 points. Dans cet environnement économique troublé, le secteur du tourisme en France rayonne. Les chiffres disponibles concernant les nuitées en hôtel de touristes étrangers annoncent un cru 2025 record. Le commerce de détail profite aussi de la demande florissante. De plus, la consommation privée est portée par l'assouplissement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne. Et c'est précisément dans l'Hexagone que les produits d'épargne des ménages rémunérés baissent nettement, faisant reculer le coût d'opportunité de la consommation. La propension inhabituelle des Français à épargner devrait donc appartenir au passé. Nous avons déjà évoqué le fait que le retour à un taux d'épargne moyen à long terme pouvait libérer une réserve de pouvoir d'achat à hauteur d'environ 2% du PIB tricolore. Outre l'incertitude en matière de politique commerciale, le débat sur le budget nuit au comportement d'investissement des entreprises. L'objectif de réduction du déficit public à 4,6% du PIB en 2026 avec un effet fiscal neutre, tout en augmentant les dépenses de défense, est un cas d'école de quadrature du cercle.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,1%	2025 : 1,3%
2026 : 1,6%	2026 : 1,6%

Cet été, l'inflation française va stagner sous 1%. Notre avis, à savoir un effet de baisse de prix induit par le conflit douanier et les tendances désinflationnistes chinoises sur les économies européennes, est de plus en plus apte à recueillir la majorité. Cela se reflète dans le repli de la prévision du consensus en 2025 concernant les attentes à long terme du marché des obligations indexées sur l'inflation. Le taux d'inflation moyen anticipé ces dix prochaines années est de 1,9%, soit 0,4% de moins qu'il y a un an.

Italie

Un ciel un peu plus sombre

En février, les PMI italiens ont progressé dans le sillage de l'euphorie autour du paquet fiscal allemand, mais ont reculé en mars, surtout dans l'industrie. En effet, la guerre commerciale déclarée par Washington s'est intensifiée. Indisponibles à la clôture de la rédaction, les chiffres d'avril devraient être en dégradation considérant l'orientation exportatrice de l'Italie. A l'instar du Japon, de l'Allemagne et de l'Autriche, les exportations vers les Etats-Unis représentaient environ 3,4% du PIB en 2024. A l'inverse de ces pays, l'Italie reste moins exposée aux taxes sectorielles sur les véhicules, l'acier et l'aluminium. En effet, les produits de ces secteurs ne constituent que 8% de toutes les exportations vers les Etats-Unis. La menace de taxes sur les produits pharmaceutiques (part de 15%) serait déjà bien plus problématique. L'essentiel des exportations vers Washington (73%) est constitué de produits actuellement soumis à des droits de douane de 10%. En raison de ce taux de base plus élevé que prévu et de l'appréciation surprise de l'euro, nous abaïssons légèrement notre prévision de croissance pour 2025.

Espagne

Au-dessus de la moyenne

En mars également, la confiance des entreprises espagnoles reste supérieure à la moyenne de la zone euro. Certes, le tertiaire en est le principal moteur, mais le moral des entreprises industrielles depuis le début de l'année a glissé légèrement en deçà du seuil d'expansion. Une situation probablement imputable au commerce extérieur espagnol qui, comparé à celui d'autres pays européens, affiche une faible exposition aux Etats-Unis, avec des exportations de seulement quelque 1,4% du PIB. A l'instar de l'Italie, le pays de Cervantès est moins touché par les taxes sectorielles (aluminium, acier et véhicules) et la majorité de ses exportations est pour l'heure frappée du taux global de 10%. Certes, le PMI des commandes reçues par les entreprises industrielles espagnoles recule depuis janvier, côté exportation également. Toutefois, la croissance espagnole devrait – cette année encore – être supérieure à la moyenne européenne, portée par un solide secteur du tourisme et un marché du travail robuste.

Suisse

Des souvenirs de 2015

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,0%	2025 : 1,1%
2026 : 1,9%	2026 : 1,5%

Au 1^{er} trimestre, l'indice à haute fréquence du Secrétariat d'Etat à l'économie (SECO) relatif à l'activité économique a retrouvé son plus haut niveau en près de quatre ans. Une observation étonnante considérant le marasme régnant dans l'industrie MEM. Les conditions cadres économiques affichent une dichotomie. Les entreprises tournées vers le marché domestique et celles de la construction profitent de la politique monétaire expansionniste de la BNS et d'une solide demande des ménages. Les branches tournées vers l'exportation souffrent des mesures protectionnistes. Une dichotomie qui va se renforcer ces prochains mois. Malgré une incertitude considérable liée aux taxes douanières américaines, nous ne révisons pour l'heure qu'à la marge notre prévision de croissance. Une chose est sûre : l'activité d'investissement des entreprises souffre du flou de la politique économique. Le choc négatif de la demande étrangère va se heurter à son alter ego positif de la demande intérieure. Comme en 2015 lors du choc du franc, l'appréciation de la devise helvète a entraîné une hausse considérable du pouvoir d'achat des ménages suisses. Il y a dix ans, les dépenses réelles des consommations des ménages avaient progressé de plus de 2% à chaque trimestre en comparaison avec 2014. Cela avait empêché, à la surprise générale, le basculement de l'économie suisse dans la récession.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,2%	2025 : 0,4%
2026 : 0,5%	2026 : 0,7%

L'analyse concluant que le conflit douanier a des effets désinflationnistes pour l'Europe fait largement consensus. La baisse des prix de l'énergie se traduit déjà dans les chiffres d'inflation d'avril, alors que le franc fort amenuise les prix des biens importés. Les efforts des fournisseurs asiatiques pour trouver de nouveaux débouchés tempèrent également la dynamique des prix en Europe à moyen terme.

Royaume-Uni

Ajustements budgétaires

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1,0%	2025 : 0,7%
2026 : 1,2%	2026 : 1,1%

Les récents événements de politique intérieure comme extérieure nous ont amené à abaisser notre prévision de croissance du PIB britannique pour 2025 et 2026. Dans son discours de printemps, Rachel Reeves a fait part d'une restriction des dépenses publiques, mais sans augmentation d'impôts. Des coupes nécessaires pour rééquilibrer dépense publique et recettes fiscales. En effet, les charges d'intérêts et la croissance plus faible que prévu ont réduit à néant la marge de manœuvre de 9,9 mia. GBP inscrite au budget d'automne 2024. Les mesures annoncées permettent de retrouver cette latitude, mais elle est très serrée. Autre risque, les prévisions optimistes de croissance de la part de l'Office for Budget Responsibility (OBR) : si le garant des finances publiques a divisé par deux sa prévision pour le PIB en 2025, ses pronostics pour les années suivantes restent bien supérieurs à ceux du consensus. Il y aura probablement une pression à abaisser à nouveau ces projections lors du budget d'automne 2025 en raison du conflit douanier. Bien que les taxes douanières américaines sur les produits britanniques (10%) soient moindres que prévu, la Grande-Bretagne n'est pas mieux lotie après avoir réduit également à 10% les taxes sur les biens provenant de l'UEM. Des hausses d'impôts cet automne ne sont donc pas à exclure.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2,6%	2025 : 3,1%
2026 : 2,0%	2026 : 2,4%

A 2,6% en mars, l'inflation est inférieure aux attentes, principalement du fait du repli des prix de l'énergie, en forte baisse sur fond de craintes mondiales de récession. L'inflation devrait continuer à reculer cette année, d'une part en raison du repli de la demande mondiale et d'autre part grâce à la baisse des prix de l'énergie. Une situation qui devrait permettre à la Banque d'Angleterre de baisser les taux. Nous attendons quatre réductions en 2025.

Chine

Escalade de la guerre douanière

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,1%	2025 : 4,5%
2026 : 3,5%	2026 : 4,2%

Malgré des chiffres plus solides que prévu au 1^{er} trimestre 2025, nous abaissons notre prévision de la croissance chinoise pour 2025 et 2026, respectivement à 4,1% et 3,5% (contre 4,3% et 4,0%). Cette révision à la baisse résulte de l'escalade douanière avec Washington, qui applique une taxe en sus de 145% sur les produits chinois. Certains biens comme les smartphones et les ordinateurs y échappent. Ce niveau exorbitant va progressivement mettre à l'arrêt l'export d'un grand nombre de produits concernés. Eu égard au fait que les exportations chinoises vers les Etats-Unis représentent plus de 2,5% du PIB, notre prévision de croissance reste toutefois solide. Il y a plusieurs raisons à cela. Primo, le gouvernement chinois a annoncé un vaste programme de relance, ciblant directement la hausse de la demande intérieure. Secundo, le fossé douanier entre la Chine et le reste du monde permet une réorientation des exportations et une diversification accrue des partenaires commerciaux. Tertio, nous n'attendons pas d'arrêt complet des flux commerciaux. Les Etats-Unis dépendent fortement des importations chinoises pour un grand nombre de produits, et Pékin reste en parallèle l'un des principaux producteurs mondiaux de ces biens. Ainsi, à court terme, la substitution d'un grand nombre de ces produits d'importation n'est pas une option réalisable.

Inflation

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

L'escalade du conflit douanier sino-américain va renforcer la pression désinflationniste. Les taxes vont entraver la demande externe, alors que la demande intérieure reste faible. Ainsi, le déséquilibre offre/demande va être plus prononcé, ce qui limitera le pouvoir de fixation des prix des entreprises et augmentera davantage la pression désinflationniste.

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.