

Juin 2025

A retenir

Etats-Unis : l'état de la dette s'aggrave, les taxes douanières ne compensant pas les baisses d'impôts prévues

Zone euro : avancer les exportations vers les Etats-Unis est porteur, mais l'effet devrait diminuer

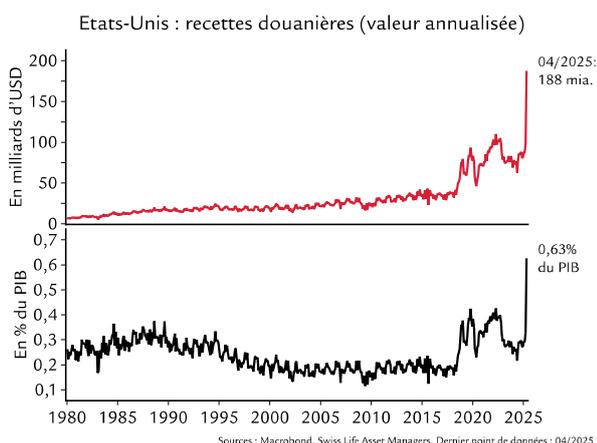
Chine : la pause douanière de 90 jours soulage les exportations, mais rien ne garantit des négociations sereines

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 12 mai 2025

Graphique du mois



Générer des recettes douanières est l'un des principaux buts de la politique américaine. En avril 2025, extrapolées sur un an, elles s'élèvent à 0,6% du PIB. Selon le Yale Budget Lab, elles pourraient atteindre 0,9% au régime actuel. C'est respectable, mais insuffisant pour résoudre le problème de la dette américaine. En économie, les droits de douane sont des impôts problématiques : ils favorisent des structures inefficaces, entraînent des effets de substitution qui érodent leur base fiscale, et sont régressifs, pesant davantage sur les ménages à faible revenu. *In fine*, cela nuit au potentiel de croissance des États-Unis.

Etats-Unis

Zoom sur la politique budgétaire

Croissance du PIB

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

Malgré le flot d'annonces venues de la Maison Blanche, les entreprises américaines gardent leur sang-froid. Les chiffres du trafic de porte-conteneurs entre la Chine et les Etats-Unis, mis à jour quotidiennement, ne traduisent pas de rupture des relations commerciales. Et ce même en avril, période ô combien délicate avec des droits de douane de 145% sur les biens chinois. Les PMI restent solides, et les demandes d'indemnisation chômage ne montrent pas de ralentissement du marché du travail. Selon nous, le *Liberation Day* (2 avril) a marqué le pic des tensions, et considérant les « esprits animaux » intacts des entreprises, l'économie américaine va certes nettement ralentir au 2^e semestre, mais sans glisser en récession. La politique budgétaire cristallise de plus en plus l'attention. L'actuel projet de budget de la chambre basse prévoit certes de réduire les dépenses. Mais la prolongation et l'extension des baisses d'impôts datant du premier mandat de Donald Trump vont, selon l'institut CRFB, entraîner une stagnation du déficit à environ 7% du PIB. Avec près de 1% du PIB de droits de douane supplémentaires (hors projet de budget, voir graphique du mois), la politique budgétaire devrait même entraver la croissance, surtout en 2025. La chambre haute n'a pas encore livré son verdict à la clôture de la rédaction.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,2%	2025 : 3,1%
2026 : 3,5%	2026 : 2,8%

Etonnamment rapide et étendue, la volte-face sur les droits de douane « réciproques » frappant les produits chinois a fait reculer la prévision d'inflation par rapport à avril. L'inflation d'avril n'indique toujours pas de forte influence de ces taxes, mais cela va changer ces prochains mois. Le mois dernier, l'effet baissier des droits de douane (baisse de la demande privée) a été visible sur les services. Cela confirme notre hypothèse d'un regain d'inflation seulement temporaire engendré par ces taxes.

Zone euro

Une économie tirée par l'export

Croissance du PIB

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

Au 1^{er} trimestre 2025, le PIB européen a progressé plus fortement que prévu. Inscrite à 0,3% en glissement trimestriel, la performance a été portée par la volatilité de l'Irlande (3,2%, valeurs en glissement trimestriel). Des quatre plus grands pays de l'UEM, l'Espagne continue de mener le peloton (0,6%), suivie de l'Allemagne (0,4%), l'Italie (0,3%) et de la France (0,1%). Cette performance meilleure que prévu s'explique pour partie par des exportations anticipées vers les Etats-Unis avant que ne tombe le couperet douanier. Au 1^{er} trimestre, elles ont augmenté de 27%. Une grande part de cette hausse revient à l'Irlande, car de nombreuses entreprises américaines, pharmaceutiques notamment, y ont leur siège. Les exportations de biens irlandais vers les Etats-Unis ont bondi de 144% sur la période, expliquant aussi la croissance très forte du PIB irlandais sur ce trimestre. Ailleurs, les exportations sont bien moins flamboyantes, notamment en France et en Espagne, moins exposées aux Etats-Unis. Malgré la solide performance de l'UEM au 1^{er} trimestre, nous prévoyons un ralentissement en cours d'année, car le balancier des exportations anticipées devrait s'inverser. Toutefois, les politiques budgétaire et monétaire ainsi que le solide marché du travail restent porteurs.

Inflation

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

L'inflation globale stagne à 2,2% en avril, la sous-jacente augmente légèrement, à 2,7%. Plus forte que prévu, cette hausse résulte de l'augmentation des prix de services, qu'un week-end de Pâques tardif, fin avril, pourrait expliquer. En Allemagne, les prix des voyages organisés ont ainsi nettement augmenté. Pour le reste de 2025, nous attendons tout de même un nouveau repli de l'inflation.

Allemagne

De la confiance malgré les risques

Croissance du PIB

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

L'économie allemande a surpris au 1^{er} trimestre, en gagnant 0,4% en glissement trimestriel. Une part de cette hausse s'explique par les exportations anticipées vers les Etats-Unis. Des effets d'anticipation similaires devraient aussi être à l'œuvre au 2^e trimestre, avant d'être partiellement compensés au 2^e semestre. En parallèle, consommation privée et investissements des entreprises augmentent légèrement, témoin d'une stabilisation conjoncturelle naissante. L'incertitude persistante quant à la politique commerciale américaine reste toutefois élevée et devrait continuer de peser sur l'investissement et l'export. L'indice ifo du climat des affaires traduit toutefois une évolution globalement positive jusque-là. Certes, le contexte reste sensiblement perturbé, mais tant la situation actuelle que les prévisions depuis le début d'année donnent des signes d'amélioration ténus mais constants. Et ce dans l'industrie manufacturière comme dans la construction. Le tertiaire reste en territoire positif, mais commence à trahir un ralentissement, en raison de la faible demande interne comme étrangère. Dans l'ensemble, les données disponibles indiquent un rebond modéré pour le reste de l'année.

Inflation

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

Les dernières données confirment la tendance de repli de l'inflation. La hausse en avril était sûrement temporaire et principalement due à des effets saisonniers. Cela change peu de choses aux perspectives à moyen et long terme. Le repli de la demande mondiale et des prix de l'énergie, ainsi que l'euro plus fort continuent d'alléger les prix à l'importation et de réduire la pression des coûts sur les entreprises et les ménages. La politique douanière américaine livre aussi un effet désinflationniste, car elle atténue la demande en exportations européennes.

France

La construction se réveille

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,7%	2025 : 0,6%
2026 : 1,2%	2026 : 0,9%

En France également, la conjoncture traduit une volatilité accrue actuellement. Le recul du moral des ménages en mai, que nous imputons à l'incertitude politico-économique, est frappant. Malgré un climat morose, nous prévoyons toujours un réveil de la demande intérieure lors des prochains trimestres. Actuellement, les salaires réels progressent de plus de 1%. Les nouvelles baisses de taux de la BCE ces prochains mois continueront de faire baisser le coût d'opportunité de la consommation. Deux composantes qui devraient dynamiser la demande des ménages. Plus largement, l'assouplissement de la politique monétaire se traduit dans l'économie réelle. Ainsi, le nombre de permis de construire pour des logements, ajusté des facteurs saisonniers, a retrouvé en avril un sommet inédit depuis août 2022. Les services du secteur de la construction vont ainsi porter la croissance ces prochains trimestres. Peu à peu, l'élection présidentielle de 2027 approche. D'ici là, l'exécutif aura-t-il suffisamment de marge pour s'attaquer à la consolidation budgétaire et mettre en œuvre la réforme des retraites ? La prime de risque de la dette souveraine française par rapport à l'allemande continue de reculer légèrement.

Inflation

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

Inscrit à 0,7% en mai, le taux d'inflation tricolore est au plus bas depuis plus de quatre ans. L'appréciation de l'euro explique le repli accéléré de la pression inflationniste. Les prévisions d'inflation des ménages et investisseurs restent aussi bien ancrées : sur trois ans, une enquête de la BCE montre que les consommateurs tablent sur un taux d'inflation moyen de 2%. Le taux d'inflation implicite anticipé des emprunts indexés sur l'inflation de l'Etat français à échéance de 10 ans est actuellement de 1,9%.

Italie

Retour à l'excédent primaire

Considérant l'incertitude de la politique commerciale, le moral des entreprises italiennes était contrasté en avril. Certes, les PMI indiquent une solide activité économique, mais les enquêtes de l'institut statistique national Istat font état d'un large assombrissement du moral. Le repli a été très marqué chez les prestataires, alors que construction et commerce de gros et de détail ont le sourire. Le secondaire a anticipé ses exportations en prévision des menaces douanières : en avril, celles vers les Etats-Unis ont bondi de 41% par rapport à l'an dernier. Dans l'enquête d'Istat, les composantes prospectives des entreprises industrielles restent sombres. Avril a vu de bonnes nouvelles côté endettement. Dans sa communication à la Commission européenne, Istat rapporte une première depuis la pandémie : en 2024, les finances publiques affichent un excédent primaire (excédent budgétaire avant paiement des intérêts). La différence de taux entre les emprunts d'Etat italiens et allemands se réduit encore pour s'inscrire à seulement 1% (échéance à 10 ans) à la clôture de la rédaction.

Espagne

Plus faible, mais toujours solide

Au 1^{er} trimestre 2025, la croissance économique espagnole a légèrement ralenti. Mais à +0,6% par rapport au trimestre précédent, elle reste solide en comparaison européenne. La croissance de la consommation privée est la principale cause de ce ralentissement, car elle a été quasiment divisée par deux par rapport au T4 2024. D'autre part, la croissance des exportations a accéléré. Contrairement aux autres pays européens, cela n'est pas dû à une anticipation, car la part des exportations espagnoles vers les Etats-Unis est faible. Les chiffres de l'export entre Madrid et Washington au 1^{er} trimestre 2025 affichent même un léger repli. Le début du 2^e trimestre a été contrasté. En avril, le moral des entreprises industrielles faiblit encore, alors que le PMI de l'ensemble de la zone euro a légèrement rebondi. Le PMI du tertiaire reste solide, et devrait demeurer un relais de croissance majeur pour l'économie espagnole.

Suisse

Des marques de déflation

Croissance du PIB

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

Les données conjoncturelles doivent être étudiées avec soin. La croissance du PIB au 1^{er} trimestre 2025 est gonflée par des effets d'anticipation en prévision de droits de douane à l'importation de biens aux Etats-Unis. Les chiffres de production et d'exportation du secteur pharmaceutique sont très parlants. Rien qu'en mars, la production de ce dernier s'est envolée de 60% par rapport au mois précédent. Les chiffres du commerce extérieur en avril indiquent désormais une nouvelle chute marquée des exportations vers l'Amérique. Le flou règne toujours quant à la façon dont ce secteur exportateur majeur sera frappé par la politique commerciale de la Maison Blanche. Les stimulants pour la conjoncture intérieure restent d'autant plus importants. La politique monétaire expansionniste de la BNS a entraîné une forte hausse des permis de construire. En termes nominaux, le volume de construction résidentiel autorisé progresse de plus d'un tiers par rapport à 2023. Comme en 2015, l'appréciation du franc vient doper le pouvoir d'achat des ménages. L'enquête du SECO sur le moral de ces derniers conclut que les consommateurs restent très soucieux de l'état de l'économie mondiale, mais continuent d'estimer que leur propre situation financière reste avantageuse.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,1%	2025 : 0,3%
2026 : 0,5%	2026 : 0,6%

En se basant sur le taux de variation annuelle de l'indice suisse des prix à la consommation, nous sommes à l'orée d'une brève phase de légère déflation. Principale raison : l'association de l'appréciation du franc suisse et du recul des prix à l'importation et des énergies fossiles. Lors des dix années précédant la pandémie, la Suisse a traversé quatre phases de déflation. Tel un écho à cette période que l'on croyait révolue, la BNS pourrait faire passer son taux directeur en territoire négatif cette année.

Royaume-Uni

Un momentum surfait

Croissance du PIB

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

La croissance de l'économie britannique au 1^{er} trimestre a été plus forte que prévu. Inscrite à un solide 0,7% par rapport au précédent trimestre, elle a été surtout portée par les investissements des entreprises. Le commerce extérieur a également été favorable. Cela peut traduire une certaine anticipation des exportations vers les Etats-Unis, avant l'entrée en vigueur des droits de douane début avril. Le repli de la consommation publique est lui étonnant, car le budget d'automne prévoyait des dépenses anticipées intervenant au 1^{er} semestre 2025. Il est possible que les turbulences sur les marchés financiers et le discours subséquent de la Chancelière de l'Echiquier au printemps aient décalé une part des dépenses à un moment ultérieur cette année. La consommation privée est aussi en deçà des attentes, même si elle reste favorable. Dans l'ensemble, la croissance du PIB au 1^{er} trimestre surestime probablement la force actuelle de l'économie britannique, car différents effets uniques biaisent le tableau. Certains relais de croissance, notamment le commerce extérieur, devraient s'inverser au 2^e trimestre, créant une trajectoire de croissance plus faible que prévu auparavant sur la période. La dépense publique devrait toutefois demeurer favorable à la conjoncture pour le reste de 2025. Le marché britannique de l'emploi est lui aussi toujours solide.

Inflation

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

L'inflation a nettement augmenté en avril, mais la situation est moins grave qu'il n'y paraît. La forte hausse des droits d'accise sur les véhicules et la volatilité des prix des voyages organisés déforment le tableau global. L'inflation sous-jacente britannique reste notoirement élevée, supérieure à celle du reste de l'Europe. Les prix tenaces des services l'expliquent, alors que l'inflation des biens (hors énergie) est moindre qu'en Europe continentale.

Chine

Une désescalade durable ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,5%	2025 : 4,3%
2026 : 3,9%	2026 : 4,0%

Après l'escalade du conflit douanier entre Pékin et Washington et les droits américains de 145% sur les biens chinois, un embargo *de facto*, les deux nations ont entamé une phase de désescalade. Malgré cette détente, le taux douanier états-unien moyen sur les produits chinois reste d'environ 41%. Il comprend une taxe préexistante, 20% de plus en lien avec la question du fentanyl, ainsi qu'un tarif de base de 10%. La pause actuelle est d'abord limitée à 90 jours et devrait servir à de nouvelles négociations sur la base de l'accord « Phase One » de janvier 2020. Au cœur des discussions figurent à nouveau des thèmes comme la hausse des exportations vers la Chine et la création des conditions d'une concurrence équitable pour les entreprises américaines. Si cet agenda ne change pas, la Chine sera probablement prête à faire quelques concessions. Cela permettrait à la Maison Blanche de signer un succès politique et de mettre la question de côté pour l'instant. Toutefois, l'arrivée sur la table de questions bien plus complexes n'est pas exclue, comme l'abandon par Pékin de son modèle économique marqué par la politique industrielle ou l'appréciation du yuan. Dans ce cas, les obstacles à un accord global seraient bien plus importants, avec à la clé un potentiel de complication majeure des négociations.

Inflation

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

Malgré les efforts de l'exécutif chinois pour stimuler la consommation privée, les tendances désinflationnistes demeurent. En comparaison annuelle, l'inflation globale en avril est légèrement négative. Le conflit commercial persistant pèse en outre sur la demande étrangère et devrait limiter un peu plus le pouvoir de fixation des prix des entreprises.

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.