

Juillet 2025

A retenir

Etats-Unis : après une consommation et une production anticipées, le ralentissement se fait jour.

Zone euro : suite du rebond de la consommation grâce à de forts taux d'épargne et à des salaires réels en hausse.

Chine : l'économie reste résistante grâce à la croissance des exportations et à la diversification commerciale.

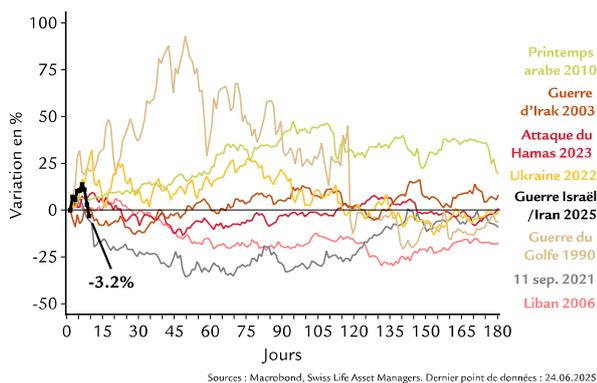
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 9 juin 2025

Graphique du mois

Impact à court terme de différents événements géopolitiques sur le prix du Brent (en USD)



Avec la guerre entre Israël et l'Iran, le prix du pétrole a bondi temporairement, alors que Washington a rejoint le conflit en frappant des installations nucléaires iraniennes. Mais la prime de risque sur le brut est aussitôt revenue à son niveau initial, Donald Trump ayant annoncé un cessez-le-feu. L'histoire montre que les crises au Proche-Orient n'ont un effet de hausse durable des prix du pétrole que lorsque les marchés considèrent la production de brut en danger, comme lors de la Guerre du Golfe ou du Printemps arabe. Actuellement, des attaques sur des infrastructures pétrolières ou une fermeture du détroit d'Ormuz semblent improbables, car ni Téhéran ni Washington n'y ont d'intérêt.

Etats-Unis

Nouvel ajournement douanier ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1.5%	2025 : 1.5%
2026 : 1.5%	2026 : 1.6%

Les derniers chiffres de l'activité font état du ralentissement attendu, après que ménages et entreprises ont anticipé l'achat de biens importés en raison des taxes douanières. En mai, ventes au détail et production industrielle ont reculé, les ventes dans l'automobile chutant en particulier. Mais comme les importations américaines reculent désormais nettement, la croissance du PIB au 2^e trimestre sera encore honorable. L'indicateur en temps réel « GDPNow » de la Fed d'Atlanta table même sur un gain de 3,4% en base annualisée. Au 2^e semestre en revanche, nous prévoyons que les droits de douane se feront davantage ressentir sur la croissance. Selon nous, la guerre commerciale est bien plus dangereuse pour l'économie américaine qu'une possible escalade du conflit au Proche-Orient, les Etats-Unis étant largement indépendants du point de vue énergétique. Le report des taxes douanières prendra fin le 9 juillet pour tous les pays à l'exception de la Chine. Notre hypothèse est celle d'une combinaison d'un nouveau report (pour les pays avec lesquels un accord commercial semble réaliste) et de droits de douane plus élevés. Ceux-ci pourraient particulièrement toucher les pays émergents, Washington craignant qu'ils ne servent de voie détournée pour acheminer de plus en plus de produits chinois aux Etats-Unis. L'incertitude en matière de politique commerciale demeure donc grande, mais selon nous, la nervosité des marchés n'atteindra pas le niveau connu lors du « Liberation Day » le 2 avril.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3.0%	2025 : 3.0%
2026 : 3.5%	2026 : 2.8%

Peu d'effets douaniers sur les données d'inflation en mai également. Certes, des biens généralement importés (équipements sportifs ou appareils électroniques p. ex.) sont plus chers, mais des véhicules moins chers et une faible inflation dans le secteur tertiaire ont compensé. Globalement, nous tablons toujours sur une hausse décalée des prix des biens en raison des taxes douanières, qui pourrait produire une inflation plus élevée que prévu en 2026 notamment.

Zone euro

La consommation à la rescousse

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1.1%	2025 : 1.0%
2026 : 1.1%	2026 : 1.1%

La croissance du PIB au 1^{er} trimestre 2025 a de nouveau été revue à la hausse (de 0,3% à 0,6% par rapport au T4 2024). Toutefois, ces chiffres surestiment la dynamique sous-jacente, car l'Irlande et les exportations anticipées continuent de biaiser les statistiques. Nous ne pensons donc pas que la forte croissance au 1^{er} trimestre se traduira par une progression accrue du PIB sur l'année, mais prévoyons une inversion lors des prochains trimestres en raison du repli de la demande américaine. Nous avons donc ajusté notre trajectoire de croissance trimestrielle pour 2025, et notre prévision annuelle reste inchangée à 1%. De notre point de vue, la demande intérieure restera un relais de croissance clé pour le reste de l'année. La hausse des salaires réels dans les quatre grands pays de l'UEM se poursuit. Le taux d'épargne des ménages est toujours comparativement élevé, et l'environnement de taux bas devrait donner une impulsion supplémentaire. De plus, le marché du travail tendu portera la conjoncture et la consommation. Un indicateur de la Commission européenne souligne que 11% des entreprises n'ont pas réduit leurs effectifs malgré la baisse de production. En effet, elles pensent qu'il sera plus difficile de recruter à nouveau cette main-d'œuvre à l'avenir.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1.9%	2025 : 2.0%
2026 : 1.8%	2026 : 1.8%

En mai, l'inflation s'est inscrite à 1,9%, inférieure aux prévisions, alors que l'inflation sous-jacente a nettement reculé, en raison du repli des prix des services. De forts effets saisonniers étaient à l'œuvre avec un week-end de Pâques tardif cette année. Cela a fait augmenter les prix des services de loisirs en avril. Une certaine inversion de cet effet était donc attendue en mai.

Allemagne Croissance en vue

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0.4%	2025 : 0.1%
2026 : 1.4%	2026 : 1.2%

L'Allemagne continue sur sa trajectoire de reprise visible depuis le début de l'année. Malgré les tensions géopolitiques, l'incertitude persistante autour du commerce mondial et un recul temporaire en mai, les signes d'une reprise économique progressive se multiplient. Les indicateurs du moral comme l'indice ifo du climat des affaires, les enquêtes ZEW et les PMI témoignent d'une amélioration timide, mais généralisée. Les entreprises jugent notamment la situation commerciale actuelle comme plus positive, et le PMI de l'ensemble de l'économie est repassé en territoire positif. L'anticipation des exportations révèle désormais ses traces sur le commerce extérieur, l'industrie exportatrice voyant sa dynamique s'essouffler. L'économie domestique reste en revanche solide et porte la croissance modérée. Consommation privée comme investissements des entreprises ont surpris en augmentant au 1^{er} trimestre. En parallèle, le secteur de la construction donne de premiers signes – du côté des permis de construire p. ex. – d'une reprise prudente après la forte contraction des deux dernières années. Le budget 2025 du nouveau gouvernement fédéral est très ambitieux et prévoit dès 2025 une forte augmentation des dépenses pour la défense et les infrastructures. Pour ce faire, il est prévu de contracter une nouvelle dette de plus de 3% du PIB par an. A partir de 2026, elles devraient devenir un relais de croissance avec des effets positifs sur l'emploi et l'investissement des entreprises.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 2.0%	2025 : 2.1%
2026 : 2.0%	2026 : 2.0%

En mai, le taux d'inflation s'inscrit à 2,1%, proche de la plage cible, notamment car les prix de l'énergie reculent. L'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et l'alimentation, stagne pour sa part à 2,8%, illustrant que la normalisation de l'inflation n'est pas achevée. La pression sur les prix reste tenace en particulier pour les services. Cela étant, vu l'environnement actuel, nous attendons un lent mais constant recul de l'inflation.

France Baisse de régime

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0.6%	2025 : 0.5%
2026 : 1.2%	2026 : 0.9%

Les données conjoncturelles ailleurs en Europe affichent un essor plus rapide qu'en France. D'après les indicateurs avancés, l'Hexagone est à la traîne en ce qui concerne le rebond des valeurs du PMI industriel de juin. Les signes d'un impact des droits de douane américains plus faible que redouté encore début avril, semblent avoir été plus ténus en France qu'en comparaison internationale. Le PMI du tertiaire recule en juin, trahissant l'incertitude qui agite le pays depuis la dissolution de l'Assemblée nationale il y a un an, et qui demeure élevée. Le secteur de la construction et le tourisme constituent deux exceptions. Le nombre de permis de construire accordés en avril (rénovations et nouvelles constructions dans le résidentiel) affiche une hausse de 40% par rapport à avril 2024. La normalisation de la politique monétaire semble ainsi progressivement se traduire dans l'économie réelle. Les chiffres à haute fréquence de juin des annonces publiées sur Indeed, corrigés des variations saisonnières, témoignent d'une forte hausse des postes à pourvoir. Dans le tourisme, le boom du nombre de visiteurs étrangers déjà évoqué se poursuit. En avril, le nombre de nuitées d'hôtes venus d'autres pays a atteint sa valeur la plus élevée depuis 2011. Encore plus récents, les chiffres de mai du trafic des grands aéroports parisiens, qui connaissent un pic jamais vu depuis mai 2000.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0.9%	2025 : 1.0%
2026 : 1.5%	2026 : 1.5%

Parmi les grands pays de l'UEM, la France affiche de loin le plus faible taux d'inflation en mai, à 0,7%. Seules deux des douze catégories du panier-type de l'indice des prix à la consommation affichent un renchérissement annuel supérieur à 2%, dont celle de l'alcool et du tabac. La politique monétaire de la BCE semble trop restrictive pour Paris en ce moment, ce qui pourrait en partie expliquer la faible dynamique économique.

Italie

Le chômage va toujours plus bas

En Italie, un fait historique s'est produit en avril : le taux de chômage a atteint 5,9%, son plus bas niveau depuis avril 2007, qui marquait le point le plus bas lors des années d'essor suivant l'arrivée de l'euro. Tous les signaux pour que cette success story se poursuive sont au vert. Structurellement, en Italie aussi, le vieillissement de la société cause une pénurie visible de main-d'œuvre, alors que le moteur de l'économie tourne toujours très bien. Tandis que l'économie exportatrice, hormis le tourisme, connaît de forts vents contraires, celle domestique reste dans le cercle vertueux de chômage faible, de consommation élevée, de baisse des coûts d'emprunt et de fonds NextGenerationEU florissants. L'inflation oscille aussi sous les 2%, avec une composition favorable : elle est principalement imputable aux services, tandis que les prix de l'énergie et des biens ont baissé depuis janvier. Cela reflète la solide hausse des salaires, comprise entre 1,9% et 4,5% (en valeur nominale) selon l'indicateur considéré.

Espagne

L'état d'urgence

Lors du sommet de l'Otan, le Premier ministre Pedro Sánchez a obtenu une règle spéciale permettant à l'Espagne de se soustraire à l'objectif des dépenses de défense de 5% du PIB. Le chef de l'exécutif espagnol ne s'est engagé qu'à hauteur de 2,1%, faisant de l'Espagne la lanterne rouge européenne des dépenses militaires. Pedro Sánchez est aux prises avec diverses difficultés de politique intérieure. Une hausse du budget en faveur de l'armée n'est pas populaire. De plus, le gouvernement de coalition précaire n'est toujours pas parvenu à faire voter un budget pour cette année. L'état se resserre dans les enquêtes sur les accusations de corruption au sein du PSOE, le parti au pouvoir. Des voix se font entendre pour appeler à un scrutin anticipé. Pedro Sánchez, qui n'est pas directement visé par les enquêtes, insiste pour rester en poste jusqu'en 2027. L'incertitude politique élevée ne s'est pas traduite dans l'activité économique jusqu'ici. Toutefois, si elle persiste, elle pourrait avoir des effets négatifs sur le moral des ménages et des entreprises.

Suisse

Grand 8 pour les exportations

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1.3%	2025 : 1.1%
2026 : 1.8%	2026 : 1.4%

Le 2^e trimestre restera dans les mémoires comme marqué par des séismes géopolitiques. La politique douanière du gouvernement Trump explique le repli temporaire du moral des ménages suisses. Mais dès le mois de mai, l'indice capté par le SECO se redressait de manière sensible. Il n'est pour l'heure pas possible d'estimer les conséquences économiques des attaques réciproques et continues entre Israël et l'Iran. Étonnamment, le secteur privé est très résistant face à ce regain d'incertitude. L'économie exportatrice – en particulier l'industrie pharmaceutique – a été en mesure d'accélérer nettement la production et la livraison de ses produits au 1^{er} trimestre. Les chiffres des exportations font donc le grand huit, après avoir nettement baissé jusqu'à fin mai. L'effet de ces fluctuations est selon nous si puissant que le PIB devrait stagner au 2^e trimestre. Dans l'hypothèse d'une absence d'escalade du conflit commercial, les solides relais intérieurs comme la consommation des ménages et l'activité de construction devraient ouvrir la voie à une accélération conjoncturelle. Notre prévision pour 2026 se démarque donc actuellement nettement de celle du consensus. La consommation privée devrait notamment contribuer fortement à la croissance du PIB, comme en 2015, lorsque le choc du franc a, du jour au lendemain, considérablement renforcé le pouvoir d'achat des ménages.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0.1%	2025 : 0.2%
2026 : 0.5%	2026 : 0.6%

Nous prévoyons toujours une brève phase de déflation du fait des prix à l'importation en repli. Mais l'escalade au Proche-Orient alimente une forte hausse des prix publics des produits du pétrole : à la fin de la semaine 25, le mazout à Zurich coûtait 16% de plus qu'avant l'attaque israélienne. Même si personne ne pense au chauffage en ce moment, un prix du brut durablement plus élevé pourrait être déterminant dans les signes avant-coureurs du taux d'inflation en Suisse pour les mois à venir.

Royaume-Uni Ralentissement côté emploi

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 1.1%	2025 : 1.0%
2026 : 1.2%	2026 : 1.0%

Le PIB mensuel cède 0,3% en avril, en raison du repli des services et de la production industrielle. Des effets spécifiques ont été à l'œuvre en avril. D'une part, la hausse du droit de timbre sur les cotisations aux assurances sociales, et de l'autre, l'introduction des taxes douanières américaines. Les chiffres traduisent une inversion de la demande américaine anticipée en produits britanniques intervenue en mars. La production automobile a p. ex. chuté de 9,6% en avril par rapport au mois précédent, après avoir progressé dans la même proportion en mars. Sous cet angle, les chiffres du PIB pour avril ne sont pas trop inquiétants. Toutefois, le marché du travail donne de premiers signes de ralentissement. La hausse des salaires a nettement freiné en avril, comme celle des postes à pourvoir. Le taux de chômage a pour sa part légèrement augmenté, à 4,6%. Les chiffres confirment la tendance de fléchissement de la croissance de l'emploi, visible dans d'autres indicateurs, comme les composantes de l'emploi des PMI. Le PMI global des secteurs de l'industrie et des services pour juin confirme une fois de plus cette dynamique et affiche un repli des composantes correspondantes. Un recul particulièrement dû au tertiaire, probablement la conséquence de l'augmentation des cotisations aux assurances sociales.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3.1%	2025 : 3.2%
2026 : 2.2%	2026 : 2.4%

En mai, l'inflation a légèrement reflué, à 3,4%, en raison du repli des prix des services en particulier. Une erreur de calcul des taxes sur les véhicules à moteur en avril commise par l'Office for National Statistics a influencé l'inflation globale à hauteur d'environ 0,1 point de pourcentage. Certes, la Banque d'Angleterre n'a pas bougé ses taux en juin, mais a cité un marché du travail plus faible et s'en est tenue, dans sa communication, à sa trajectoire d'assouplissement graduel.

Chine Solidité malgré le conflit

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4.5%	2025 : 4.5%
2026 : 3.9%	2026 : 4.2%

L'économie chinoise fait face à plusieurs défis. Le conflit commercial avec Donald Trump bien sûr, mais aussi la pression déflationniste, la crise immobilière ayant sapé le moral des ménages. Mais la Chine résiste : jusqu'ici, elle évite l'effondrement des exportations, car elle a réussi à diversifier ses partenaires commerciaux. En mai, la Chine a signé une croissance de ses exportations de 4,8% par rapport à l'an dernier, ce malgré la chute de plus de 30% des flux vers les Etats-Unis à la suite des taxes de 145% appliquées jusqu'à la mi-mai. Depuis lors, les droits de douane ont été réduits à environ 40%, ce qui devrait un peu amortir la forte baisse des exportations vers les Etats-Unis dans les prochains mois. En parallèle, le secteur chinois de la haute technologie se mue en un nouveau relais de croissance. Aujourd'hui, la Chine n'est pas seulement leader sur le marché des véhicules électriques, des panneaux solaires et des batteries. Elle détient également plus de 50% des parts du marché mondial de secteurs comme la production chimique, la construction navale, la robotique industrielle, les drones ou encore les biotechnologies. Face à cette position de force, Washington aura du mal à obtenir des concessions de la part de Pékin sans devoir proposer des contreparties. Les négociations en cours pendant la trêve douanière qui expirera mi-août devraient donc être serrées.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0.3%	2025 : 0.2%
2026 : 1.3%	2026 : 0.8%

En mai, l'inflation globale chinoise s'inscrit en territoire négatif pour le quatrième mois de rang (-0,1%). Certes, l'inflation sous-jacente – excluant le renchérissement de composants volatils comme les prix de l'alimentation et de l'énergie – a légèrement augmenté. Mais elle reste très faible, à 0,6%. Nous estimons que la pression déflationniste va perdurer ces prochains mois, car la demande ne suit pas le rythme des volumes de production.

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.