

Août 2025

A retenir

Etats-Unis : les *deals* réduisent l'incertitude, mais augmentent les droits de douane moyens

Zone euro : solide demande intérieure, mais repli de la demande des exportations après leur anticipation

Chine : l'objectif de croissance d'environ 5% est à portée, mais la pression déflationniste reste un défi

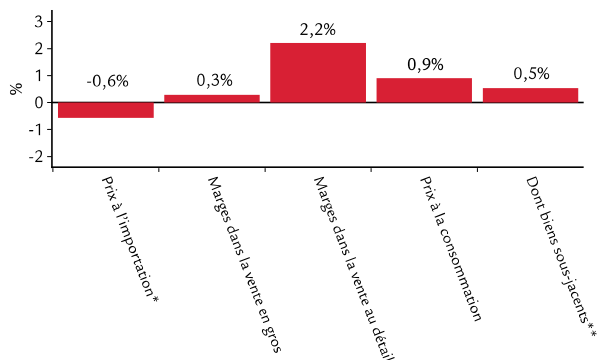
Prévisions comparées

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

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

Graphique du mois

Qui paie les droits de douane américains ? Variation d'une sélection d'indicateurs américains entre février et juin 2025



*Hors droits de douane, **Tous biens confondus, hors aliment., énergie et véhicules. Source: Macrobond, Swiss Life Asset Managers.

Depuis février et le début de la guerre commerciale, les recettes douanières américaines ont quadruplé et représentent 1,1% du PIB. Contre toute attente, les fabricants étrangers n'ont pas fait de concession sur les prix. Les prix américains à l'importation ont peu reculé. On ne sait pas encore quel segment de la chaîne de valeur américaine accusera les coûts douaniers. Les prix à la consommation des biens hors énergie et alimentation largement importés n'ont progressé que de 0,9% depuis février, et les marges ont augmenté. Nous supposons que cela est lié au niveau élevé des stocks, et que les véritables coûts vont frapper en différé sous forme de marges plus faibles et de prix de vente plus élevés.

Etats-Unis

Des accords sans croissance

Croissance du PIB

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

La guerre commerciale est le sujet numéro 1 de l'économie américaine. Les *deals* avec l'UE et le Japon traduisent la préférence de l'administration Trump pour une réduction de l'incertitude douanière après des mois de chaos. Nous prévoyons donc la recherche d'autres accords avec les partenaires commerciaux majeurs au 3^e trimestre, assortis au besoin de prolongations des délais. Même si ces accords réduisent l'incertitude, ils vont faire grimper les taux douaniers moyens sur les importations, car le taux de base des récents *deals* a été relevé de 10% initialement à 15% (Japon, UE) voire 20% (Viêt Nam). Partant, nous tablons toujours sur une faible croissance de l'économie américaine au 2^e semestre. Au 1^{er} semestre déjà, la consommation privée a déçu, marquant le semestre le plus faible depuis la pandémie. Les perspectives d'amélioration restent limitées, surtout si notre prévision d'une hausse des prix se confirme. Toujours sur cette période, l'investissement en construction recule vu la hausse des intérêts hypothécaires. Les baisses de taux directeurs attendues ne seront qu'un pis-aller, car les taux longs déterminants vont rester élevés, selon nous. Les droits de douane devraient en outre peser sur les investissements des entreprises, qui se portaient bien jusque-là. Pour ces raisons, nous maintenons nos prévisions prudentes pour le PIB des Etats-Unis en 2025 et 2026.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 3,0%	2025 : 2,9%
2026 : 3,5%	2026 : 2,7%

Les effets douaniers sur les données d'inflation se sont multipliés en juin. Les prix des biens ont augmenté de 0,6% par rapport à mai, si l'on exclut l'alimentation, l'énergie et les véhicules. Ces derniers ont connu, étonnamment, un nouveau repli des prix en juin. Après quelques mois atones, les prix du tertiaire retrouvent des couleurs en juin. Considérant la demande privée relativement faible et le repli de la pression salariale, cela ne devrait être qu'une aberration passagère.

Zone euro

La croissance malgré l'incertitude

Croissance du PIB

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

L'économie européenne a mieux résisté que prévu au 2^e trimestre. Au lieu de la stagnation attendue, la croissance de l'UEM progresse de 0,1% par rapport au trimestre précédent. Mais le tableau est contrasté selon les pays. Si les économies allemande et italienne se sont contractées, la française et l'espagnole ont crû à un rythme supérieur aux attentes. La contribution positive de la demande intérieure, sauf en France, est réjouissante. En repli de 1,0%, le PIB de l'Irlande signe la plus forte contraction de la zone euro, en raison du recul des exportations pharmaceutiques au 2^e trimestre. Malgré la grande incertitude persistante, les données disponibles traduisent un début de 3^e trimestre meilleur qu'attendu. Légère hausse du PMI de l'industrie manufacturière en juin, mais il reste en territoire de contraction. En parallèle, les commandes reculent légèrement, un signe d'une potentielle fin de la demande américaine anticipée. Pour l'heure, il est difficile d'évaluer les effets de la politique commerciale en raison du décalage de publication des données correspondantes. L'accord prévu entre Washington et Bruxelles devrait améliorer la capacité à planifier, mais il ne change rien à notre scénario de référence où la croissance ralentit au 2^e semestre.

Inflation

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

Légère hausse de l'inflation à 2% en juin, d'une part en raison de l'augmentation des prix à la pompe. Cette composante devrait toutefois diminuer en juillet, les prix des carburants ayant reculé en seconde quinzaine du mois. D'autre part, légère hausse de l'inflation des services, en raison de prix plus élevés pour le transport et les activités de loisirs comme les voyages à forfait. L'inflation sous-jacente de juin demeure inchangée, à 2,3%.

Allemagne

Tendance haussière minimaliste

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,5%	2025 : 0,2%
2026 : 1,4%	2026 : 1,2%

La consommation des ménages allemands a été solide et, selon le communiqué de presse de l'institut statistique fédéral, de nouveau favorisé la croissance du PIB au 2^e trimestre. Malgré la poursuite de livraisons anticipées en prévision de relèvement des taxes douanières, la dynamique exportatrice s'étiole. Le nouvel accord entre l'UE et les Etats-Unis, qui prévoit un taux de base de 15% sur la majorité des exportations allemandes, ainsi qu'un recul des commandes depuis mai vont dans le sens d'un repli de la demande externe. Le secteur tertiaire est néanmoins resté sur une trajectoire de croissance modérée. Même le secteur de la construction se montre optimiste considérant la baisse des taux et le plan pour les infrastructures à venir. Ces améliorations, légères mais généralisées, n'ont toutefois pas encore eu d'effet positif sur le marché du travail : le nombre de demandeurs d'emploi reste quasi constant, alors que celui des postes vacants recule encore. L'évolution attendue des postes disponibles d'après le PMI est également timorée. Un marché du travail solide assouplirait la propension à l'épargne et renforcerait la consommation ainsi que l'économie dans son ensemble. Toutefois, au 2^e semestre, le poids de deux facteurs entravant les entreprises allemandes devrait faiblir : la politique économique incertaine tétanisante et la demande atone seront tout du moins compensées par le plan de relance de l'Etat fédéral.

Inflation

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

L'inflation allemande a atteint la marque des 2% pour la première fois depuis octobre 2024, à la faveur du repli progressif de l'inflation du tertiaire depuis janvier. Même si cela confirme notre avis d'une normalisation durable de l'inflation, celle-ci est freinée par les prix bas de l'énergie, une monnaie forte et une conjoncture timide. Si ces facteurs venaient à évoluer, l'inflation pourrait connaître un regain de dynamisme.

France

Signes de reprise conjoncturelle

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,6%	2025 : 0,5%
2026 : 1,2%	2026 : 0,9%

Au 2^e trimestre, le PIB a progressé de 0,3% par rapport au premier, porté surtout par la constitution de stocks. Avec des ménages qui hésitent à dépenser et le conflit commercial, la consommation intérieure et les exportations nettes sont moroses, et ont pesé sur la croissance selon l'Insee. D'après une enquête publiée par la Banque de France et menée auprès d'environ 8500 entreprises, l'activité se redresse toutefois en juin. Cela se traduit aussi dans la hausse de la consommation. Grâce à l'accord signé avec Washington et à un nouvel assouplissement de la politique monétaire par la BCE, la croissance va accélérer au 2^e semestre. Outre les enquêtes citées plus haut, les indicateurs avancés de juillet pour les PMI du secondaire et du tertiaire pointent aussi dans cette direction. Le nouveau projet de loi de finances du Premier ministre François Bayrou devrait encore provoquer de sérieux remous politiques après la pause estivale. Les projets de prime abord ambitieux du gouvernement minoritaire se heurtent à la résistance des syndicats et du Parlement. Les marchés financiers ne croient pas non plus à une soudaine disposition globale à la consolidation budgétaire. Depuis l'annonce des projets de budget 2026, la prime de risque sur la dette souveraine française reste quasi inchangée par rapport à l'allemande.

Inflation

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

En France, le taux d'inflation stagne sous 1%. La hausse des prix dans l'hôtellerie constatée en juin s'explique, selon nous, par la forte demande touristique étrangère. Les autres fournisseurs de biens et services n'ont qu'un faible pouvoir de fixation des prix au vu de la frilosité des ménages évoquée plus haut. La baisse des prix à l'importation hors zone dollar et le repli des prix de l'énergie contribuent à l'évolution déflationniste.

Italie

Des contributions opposées

Après une belle croissance au 1^{er} trimestre (+0,3% vs le T4 2024), le PIB recule de 0,1% au 2^e trimestre. D'après l'institut statistique national Istat, les exportations nettes sont négatives, tandis que la demande domestique est restée solide. Cela confirme notre scénario de référence : la morosité s'installe au 2^e trimestre, après l'anticipation des exportations pour éviter les taxes américaines, et la consommation privée en particulier poursuit sa hausse. Ce schéma devrait se répéter au 2^e semestre, quoique sous une forme atténuée. En juin, les PMI témoignaient d'une situation favorable dans le tertiaire, alors qu'elle était plus mitigée pour l'industrie. Ces indices étaient faibles en juin ; aussi, l'enquête d'Istat auprès des entreprises en juillet dépeint un tableau plus favorable pour le secteur secondaire. Minces au départ, les carnets de commandes vont continuer à se remplir, portés par la demande intérieure. Actuellement, les chiffres des salaires indiquent comme prévu un repli de la pression inflationniste. Dans l'ensemble, nos prévisions pour le PIB et l'inflation demeurent inchangées.

Espagne

Au pas de course

Rien n'arrête l'économie espagnole. Au 2^e trimestre également, la croissance du PIB a dépassé les attentes et progressé de 0,7% par rapport au trimestre précédent. La consommation privée reste le principal moteur, tandis que la dépense publique et le commerce extérieur enregistrent un léger repli. L'Espagne n'en reste pas moins le meilleur élève de la zone euro. Cela tient notamment à la moindre dépendance du pays du commerce extérieur que ses camarades de l'UEM. D'autre part, il profite également d'un solide secteur tertiaire, qui gagne 1,2% au 2^e trimestre. L'industrie n'est pas en reste et progresse de 0,9%. Cette belle performance économique continue de se traduire par un taux de chômage relativement bas, proche du taux le plus faible record de 2008, tandis que l'immigration dynamise la croissance démographique. La croissance de l'Espagne devrait légèrement ralentir au 2^e semestre en raison d'un tassement du commerce extérieur. Toutefois, son PIB devrait croître à un rythme bien supérieur à la moyenne européenne.

Suisse

Grand 8 pour les exportations

Croissance du PIB

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

Au 1^{er} semestre, le commerce extérieur a connu d'authentiques montagnes russes. D'immenses efforts ont été consentis principalement par le secteur pharmaceutique au 1^{er} trimestre afin de se prémunir du couperet des taxes douanières. Inévitablement, production et livraison anticipées ont ouvert la voie à un revers au 2^e trimestre. De plus, l'industrie horlogère se voit exposée à une morosité persistante de la demande. Les données relatives au commerce extérieur disponibles pour le 2^e trimestre nous amènent à revoir à la baisse nos prévisions de croissance pour le PIB réel. A la clôture de la rédaction, les contours de l'accord avec Washington n'étaient pas connus, rendant d'autant plus incertain le pronostic. Des effets positifs non pris en compte jusqu'ici pourraient bien émaner du championnat d'Europe de football féminin, très suivi. Les villes hôtes de la compétition ont enregistré d'excellents taux de remplissage des hôtels. Comme ailleurs en Europe, la politique monétaire assouplie donne un élan positif au secteur de la construction.

Inflation

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 0,1%	2025 : 0,2%
2026 : 0,5%	2026 : 0,6%

Juin a marqué dans un premier temps un ralentissement du taux d'inflation. En comparaison annuelle, l'indice suisse des prix à la consommation augmente de 0,1%. Principale raison à cette hausse : l'augmentation des prix des produits saisonniers et des services liés au tourisme dans l'hôtellerie, la location de moyens de transport privé et les voyages à forfait. Nous maintenons notre prévision de taux d'inflation de 0% au 2^e semestre 2025. Les risques pour nos prévisions à court terme résident dans la météo pluvieuse de juillet, ce qui pourrait renchérir les prix des produits saisonniers, et dans le recul des prix de l'énergie.

Royaume-Uni

Une période agitée

Croissance du PIB

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

Le flegme britannique s'arrête là où commence la politique budgétaire. Après que le gouvernement travailliste a été contraint par des parlementaires à annuler certaines réductions de dépenses sociales, la dette publique est ressortie à un niveau plus élevé que prévu en juin. Des remous ont exercé une nouvelle pression sur les gilts et semblent rendre inévitables des hausses d'impôts dans le budget d'automne pour garantir le respect des règles fiscales. Le Labour au pouvoir, autour de la Chancelière de l'Echiquier Rachel Reeves, les a toutefois fortement limitées dans son programme électoral. Rachel Reeves a ainsi promis de renoncer à des hausses d'impôts dans les principales catégories d'impôts comme la TVA et l'impôt sur le revenu. Le débat quant à de potentielles sources de revenus fait rage parmi les économistes, mais toujours aucune fumée blanche n'émane du 11 Downing Street. L'incertitude budgétaire dessert les perspectives de croissance économique à long terme, car elle pourrait freiner l'activité d'investissement des entreprises et la consommation privée. L'économie britannique a cédé du terrain au 2^e trimestre. Le PIB mensuel s'est également contracté en mai, notamment à cause de la production industrielle, qui s'explique par une certaine inversion de l'anticipation de la demande américaine. Compte tenu de la solide croissance au 1^{er} trimestre, cette évolution n'est pas si inquiétante.

Inflation

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

En juin, l'inflation s'inscrit à 3,6%, en hausse plus rapide que prévu. Cette surprise à la hausse provient surtout des prix plus élevés des carburants et de l'alimentation. Même les prix des services ont à nouveau légèrement augmenté en juin, ce qui s'explique toutefois par des composantes volatiles comme les prix des billets d'avion et du transport. Nous pensons que l'inflation va être tenace et obstinément supérieure à l'objectif de 2% jusqu'à la fin de l'année.

Chine

Objectif de croissance atteint ?

Croissance du PIB

Swiss Life Asset Managers	Consensus
2025 : 4,8%	2025 : 4,6%
2026 : 4,0%	2026 : 4,2%

Au 2^e trimestre 2025, l'économie chinoise a progressé de 5,2%, dépassant les attentes. Nous avons donc relevé notre prévision de croissance pour l'année, la portant de 4,5% à 4,8%. Ainsi, la Chine aurait vraisemblablement atteint son objectif de croissance d'environ 5% cette année. Les principaux relais ont été la vigueur du secteur secondaire et des chiffres d'exportation étonnamment solides. La résistance des exportations est particulièrement remarquable, avec une progression de 5,8% en juin, malgré des droits de douane américains supérieurs à 40% sur les produits chinois. La solidité du secteur secondaire souligne le succès de la mutation structurelle chinoise, délaissant l'immobilier pour une stratégie de croissance bien plus axée sur les technologies. Mais il y a un revers à la médaille : la demande intérieure ne tient pas la cadence élevée de la production. En parallèle, le soutien de l'Etat au développement des secteurs des hautes technologies provoque une féroce concurrence parmi les entreprises, mettant les marges sous pression. Il en résulte des prix en baisse. Le déflateur du PIB, illustrant l'évolution des prix de tous les biens produits dans le pays, se trouve en territoire négatif pour le neuvième trimestre de rang. Certes, la croissance chinoise est impressionnante, mais la morosité de la demande intérieure ne livre guère d'élan mondial. A l'inverse, la Chine exporte des biens compétitifs à des prix faibles, alimentant la désinflation mondiale.

Inflation

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

Après quatre mois de repli consécutifs, la croissance annuelle des prix à la consommation est repassée dans le vert, mais reste très faible, à 0,1%. La combinaison simultanée d'une forte production et d'une demande en berne, ainsi qu'une âpre concurrence parmi les entreprises locales poussent celles-ci à baisser les prix. Le gouvernement s'oppose de plus en plus à une concurrence effrénée, mais la pression déflationniste devrait perdurer pour l'heure.

Economic Research



Marc Brüttsch
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.