

Septembre 2025

### A retenir

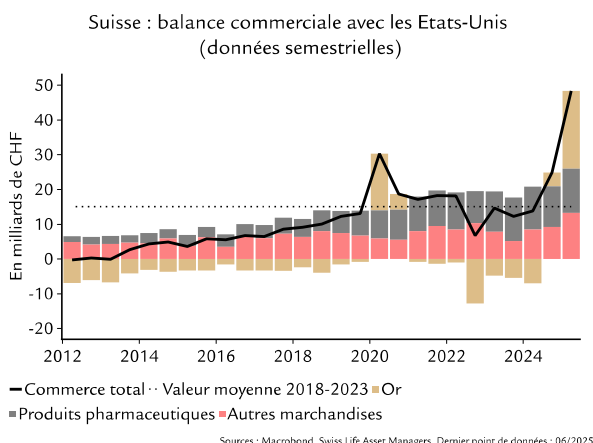
- Etats-Unis : le lent essoufflement du marché du travail devrait inciter la Fed à aller vers des baisses de taux p. 2
- Allemagne : malgré le revers conjoncturel, les indicateurs de tendance poursuivent leur ascension p. 3
- France : une prévision de croissance du PIB comparativement optimiste p. 3
- Suisse : des marges de manœuvre et impacts différenciés face aux droits de douane p. 4
- Royaume-Uni : forte croissance au deuxième trimestre, mais les relais sont plus précaires p. 5
- Chine : l'économie exportatrice est solide, mais la chute des prix et les risques immobiliers pèsent toujours p. 5

### Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2025		Croissance du PIB 2026		Inflation 2025		Inflation 2026	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Etats-Unis	1,6% ↑	1,6% ↑	1,5%	1,7%	2,8% ↓	2,8% ↓	3,5%	2,7%
Zone euro	1,2%	1,2% ↑	1,1%	1,1%	2,1% ↑	2,1% ↑	2,0% ↑	1,8%
Allemagne	0,3% ↓	0,3% ↑	1,3% ↓	1,3% ↑	2,0%	2,1%	2,0%	1,9% ↓
France	0,7% ↑	0,6% ↑	1,2%	0,9%	1,1%	1,1% ↑	1,6%	1,5%
Italie	0,5%	0,5% ↓	0,6%	0,7%	1,6%	1,7%	1,8%	1,7% ↑
Espagne	2,5%	2,5% ↑	1,7%	1,9% ↑	2,6%	2,4%	1,8%	1,9%
Royaume-Uni	1,2% ↑	1,0%	1,2%	1,0%	3,3%	3,3% ↑	2,3%	2,5% ↑
Suisse	1,2%	1,1% ↓	1,1% ↓	1,3% ↓	0,2% ↑	0,2%	0,5%	0,5% ↓
Chine	4,8%	4,8% ↑	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, 11 août 2025

### Graphique du mois



Washington justifie sa politique douanière par sa balance commerciale avec le reste du monde. Certes, la Suisse affiche un important excédent commercial vis-à-vis des Etats-Unis. Cela étant, il existe des phases très récentes où le solde est équilibré. Lors des deux derniers semestres, les exportations de produits pharmaceutiques et d'or l'ont fortement gonflé. Au premier semestre 2025, ces deux catégories de produits représentent 75% de l'excédent élevé. Si les fortes exportations de ces biens ont été anticipées pour éviter les droits de douane, une normalisation pour revenir aux soldes de 2018 à 2023 est attendue.

## Etats-Unis

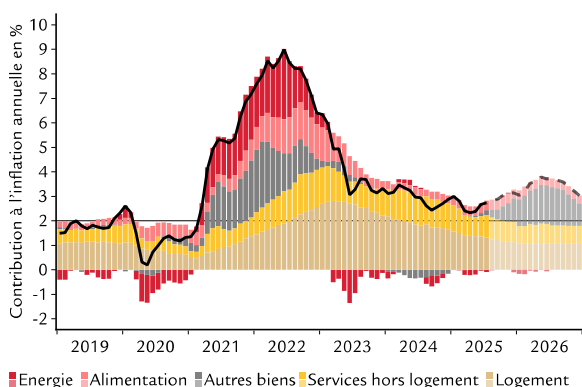
### Taxes partout, effet nulle part

Mais où sont donc les coûts des droits de douane américains ? Il reste difficile de répondre à cette question. A l'instar des mois précédents, les données de juin n'ont pas plus donné d'indices sur la disposition des exportateurs mondiaux à faire des concessions sur les prix, ou sur l'érosion des marges des grossistes et détaillants américains. Certes, les prix à la consommation ont progressé en juillet, mais la plus forte hausse touche le tertiaire, qui n'est pas directement concerné. Pourtant, l'inflation a augmenté aussi pour les biens hors énergie, alimentation et véhicules. Nous prévoyons toujours une hausse sensible mais temporaire de l'inflation ces prochains mois en raison des taxes douanières (voir graphique).

### Le repli de l'emploi, source de baisses de taux

La Fed est ainsi dans une situation inconfortable. Son président, Jerome Powell, juge certes aussi que l'inflation liée aux droits de douane est temporaire, mais la forte inflation sous-jacente (3,1% en juillet) ne suggère aucun assouplissement de la politique monétaire. En parallèle, la pression politique à baisser les taux est immense. La faible croissance économique associée à la dégradation sur le front de l'emploi pourrait aussi justifier une politique monétaire légèrement moins restrictive. Faible en juillet, la croissance de l'emploi a aussi été nettement revue à la baisse pour les mois précédents. Le taux de chômage reste certes stable par rapport à l'année dernière, à 4,2%, mais de nombreux autres indicateurs témoignent de la difficulté croissante à trouver un emploi. Autre conséquence, la pression salariale a légèrement reflué. Globalement, nous estimons que le ralentissement conjoncturel va faire augmenter le chômage et poussera la Fed à réduire ses taux à plusieurs reprises, malgré une inflation supérieure à sa cible.

Etats-Unis : contributions à l'inflation globale, y c. nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2024

## Zone euro

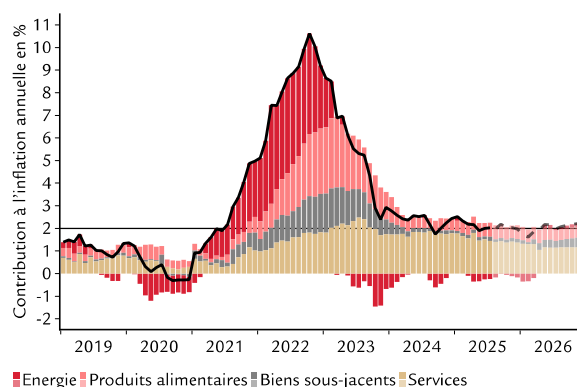
### Pression salariale en repli

Bien que le taux de chômage stagne toujours aux niveaux les plus bas dans les différents pays de la zone euro, divers indicateurs témoignent d'un marché du travail européen qui se tend. D'une part, la hausse des salaires semble s'être stabilisée voire afficher un léger recul. Certes, les données salariales sont publiées avec un décalage important, mais un nouveau repli de la rémunération par employé au 1<sup>er</sup> trimestre se profile. L'outil de suivi des salaires de la BCE, un indicateur actuel, confirme cette tendance au 2<sup>e</sup> trimestre également et indique un net ralentissement de la hausse des salaires. D'autre part, le taux d'offres d'emploi en zone euro recule depuis quelques trimestres. La composante emploi du PMI de l'industrie a de nouveau ralenti en août après un bref rebond en juillet. En revanche, le secteur tertiaire a meilleure allure. La baisse de la pénurie sur le marché du travail est une évolution bienvenue du point de vue de l'inflation. La convergence des dynamiques des différents marchés de l'UEM devrait faciliter quelque peu la tâche de la BCE.

### L'inflation oscille autour de 2%

L'inflation globale dans la zone euro reste à peine supérieure à l'objectif de 2%. Nous pensons qu'elle continuera de tutoyer ce niveau ces prochains mois. Outre la pression salariale en repli, le transfert des exportations chinoises depuis les États-Unis vers la zone euro aura un effet déflationniste, contrant la pression inflationniste durable observée dans les prix des services. Lors de sa dernière conférence de presse, la BCE a indiqué que les obstacles à de nouvelles baisses de taux sont plus élevés que prévu. Par conséquent, nous n'attendons pas d'autres abaissements.

Zone euro : contributions à l'inflation globale, y c. nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2024

## Allemagne

### Entre revers et confiance

Il ressort de la dernière révision du PIB allemand pour le 2<sup>e</sup> trimestre un repli plus fort qu'estimé, annihilant la croissance générée au 1<sup>er</sup> trimestre. Côté production, le repli est général, avec notamment en juin le recul des exportations anticipées. Le secteur de la construction a également connu un coup d'arrêt, mais qui est à relativiser. En effet, une partie s'explique par un solide 1<sup>er</sup> trimestre en raison de la météo.

Tandis que les mois derniers, les exportations souffraient et que la conjoncture intérieure était solide, la demande domestique affiche quelques faiblesses désormais. L'investissement des entreprises en particulier est en net recul. Ce dernier étant en principe un indicateur avancé, c'est un mauvais signal, même si d'expérience, les investissements sont volatils. En parallèle, les dépenses publiques ont baissé au 1<sup>er</sup> semestre 2025, car le budget fédéral provisoire n'autorisait aucune incitation.

Le repli conjoncturel était certes attendu dans une certaine mesure, mais il vient contredire les indicateurs de tendance tels que l'indice ifo du climat des affaires et le PMI, en hausse depuis le début d'année. Dans l'industrie manufacturière, ce dernier signe son plus haut en trois ans, bien que la production reste proche de son plus bas.

### Inflation stable, salaires en hausse

Alors que l'IPC est stable à 2,0%, le déflateur du PIB, illustrant l'évolution des prix de l'ensemble de la production économique, atteint 2,8% au 2<sup>e</sup> trimestre par rapport au même trimestre de l'année précédente. Les salaires bruts augmentent en parallèle de 4,7%, signe d'une réduction des marges. Ces douze prochains mois, la hausse des salaires devrait ralentir, et avec elle la pression inflationniste.

Allemagne, industrie manufacturière : valeur ajoutée brute et PMI



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 08/2025

## France

### L'essor à bas bruit se poursuit

Cet été, la timide embellie semble s'être raffermie. La Banque de France prévoit une croissance du PIB au 3<sup>e</sup> trimestre également, de 0,3% par rapport à au trimestre précédent.

Il serait important que la qualité de la croissance s'améliore, par une contribution plus durable de la demande des ménages. Au 2<sup>e</sup> trimestre, la conjoncture a été portée par la constitution de stocks. Au début du 3<sup>e</sup> trimestre, les valeurs du PMI tant industriel que des services pointent vers le haut, le premier cité ayant atteint son plus haut niveau depuis janvier 2023. L'assouplissement de la politique monétaire porte la conjoncture intérieure européenne. Ainsi, la hausse du nombre de permis de construire octroyés a permis à l'activité de construction de progresser. Le plan d'économies annoncé il y a quelques semaines par le gouvernement va toutefois devoir passer l'épreuve de la rue et du Parlement en septembre. La mobilisation des oppositions va-t-elle entraîner une grève générale paralysant l'économie ? Les prochains jours et le vote de confiance du 8 septembre y répondront.

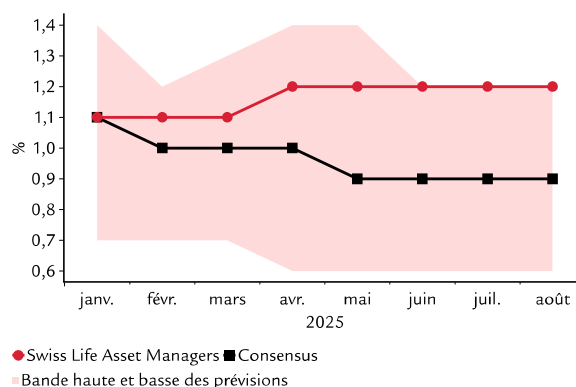
Notre prévision de croissance reste pour l'heure optimiste comparée à celle des autres instituts. Le graphique ci-dessous révèle que notre estimation pour 2026 est la plus élevée de celles contribuant à l'enquête de Consensus Economics.

### Un taux d'inflation inférieur à la moyenne de l'UEM

En juillet également, le taux d'inflation en France, à 0,9%, s'inscrivait à moins de la moitié de celui de l'ensemble de la zone euro. Parmi les grands pays membres, l'hexagone affiche le taux le plus faible. Nous supposons qu'il en sera de même en 2026.

Depuis quelques mois, les prévisions d'inflation à long terme des ménages et des investisseurs sont solidement ancrées au niveau de la cible de 2% de la BCE.

France : les prévisions de la croissance du PIB pour 2026



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 08/2025

## Italie

### Après l'été, le temps des comptes

A en croire les médias, les plages italiens étaient « vides » cet été. Les chiffres définitifs ne sont pas encore disponibles, car le pic de la saison touristique, tout du moins pour les vacanciers italiens, se situe autour du 15 août, à l'occasion du Ferragosto. Toutefois, jusqu'au mois de juin inclus, les données disponibles pour l'ensemble du pays ne révèlent aucun creux touristique. Certes, les nuitées des touristes italiens depuis 20 ans évoluent entre 16 et 18 millions par mois (ajustées des variations saisonnières) et ont stagné au 1<sup>er</sup> semestre 2025 par rapport à l'année précédente. En revanche et sur la même période, les nuitées des touristes étrangers sont passées de 12 à 22 millions par mois. Par rapport à 2024, le 1<sup>er</sup> semestre 2025 enregistre une hausse de 6,3%. En dehors du tourisme, les chiffres d'activité de juin sont plutôt faibles. Cependant, le début du 3<sup>e</sup> trimestre 2025 semble réussi selon les PMI. Le moral de l'industrie quant à la future marche des affaires s'améliore nettement, même si les carnets commandes restent minces. Le secteur tertiaire affiche toujours une belle santé et des perspectives réjouissantes.

## Espagne

### L'immigration, pilier de la croissance

La forte immigration reste l'un des relais de croissance majeurs de l'économie espagnole, qui progresse toujours à rythme bien supérieur à la moyenne européenne. Comparée aux autres pays du Vieux Continent, l'Espagne affiche une part élevée de personnes immigrées d'Amérique latine. Rien de surprenant à cela considérant la proximité linguistique et culturelle. Le taux d'actifs parmi les immigrés compte parmi les plus élevés de l'UE, et ces actifs contribuent de manière prépondérante à la croissance de l'emploi. D'une part, la population immigrée a permis de réduire la pénurie de main-d'œuvre. Toutefois, les enquêtes auprès des entreprises comme le PMI indiquent que les difficultés de recrutement restent bien plus marquées que la moyenne européenne. Le secteur du tourisme en particulier, pilier de l'économie, manque toujours cruellement de personnel. D'autre part, les immigrés contribuent de manière déterminante à la croissance du PIB en tant que consommateurs. Ce cercle vertueux entre fort taux d'actifs et consommation devrait continuer à porter la hausse du PIB.

## Suisse

### « Swiss Made » : le coup de marteau douanier

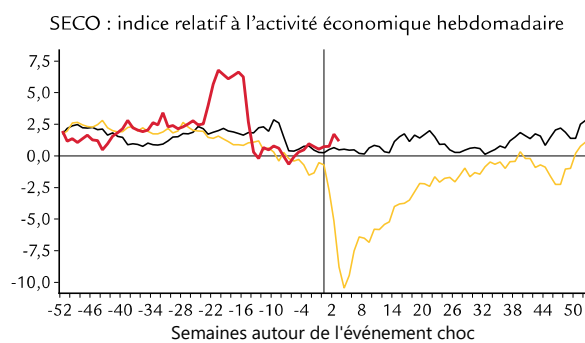
Sur le marché américain, de larges pans de l'industrie suisse ne jouent pas à armes égales avec les concurrents européens et japonais. Washington a infligé à Berne des droits de douane supplémentaires de 24 points de pourcentage.

Nous différencions cinq niveaux d'impact pour les exportateurs suisses. Les plus touchés sont les fournisseurs de produits pour lesquels le fameux label suisse constitue un argument clé de vente. Parmi eux figure l'industrie horlogère. A l'autre extrémité du spectre, on trouve des leaders mondiaux de produits de niche haut de gamme et à la faible concurrence internationale. Ces entreprises sont en mesure de répercuter les droits de douane sur leurs clients aux Etats-Unis. En outre, elles ont la possibilité de délocaliser leur production si le désavantage douanier persistait. Entre les deux figurent des fabricants ayant à moyen terme le temps d'organiser la délocalisation, ou le choix de quitter le marché américain. Notre prévision révisée tient compte de ces marges de manœuvre et du temps nécessaire pour mettre en œuvre les adaptations. Nous tenons comme acquises les taxes annoncées. Si la Suisse obtient un traitement moins défavorable, il faudra adapter la prévision.

L'indice à haute fréquence relatif à l'activité économique hebdomadaire du Secrétariat d'Etat à l'économie SECO est tout indiqué pour observer la dynamique conjoncturelle. Son évolution au 2<sup>e</sup> semestre 2025 devrait se situer légèrement en dessous de la ligne noire.

### Le marché du travail pousse à la déflation

Plus l'économie d'exportation suisse sera désavantagée longtemps face à la concurrence, plus l'incitation à l'externalisation de la production sera forte. Cette évolution a des conséquences négatives sur le marché du travail et renforcerait, au fil du temps, la désinflation.



- 2025 - 39% de droits de douane à l'importation aux États-Unis
- 2020 - Confinement lié au coronavirus
- 2015 - Abandon de la politique de taux de change plancher de la BNS

Sources: Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : août 2025

## Royaume-Uni

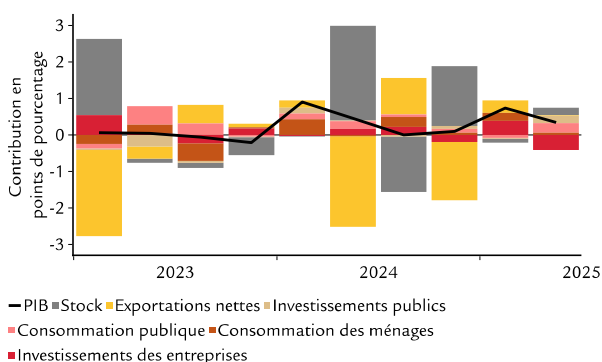
### Seule la dépense publique a la forme

Bonne surprise du PIB britannique au 2<sup>e</sup> trimestre avec une croissance de 0,3%, plus forte que prévu. L'explication tient notamment en un très bon mois de juin (+0,4%) qui a pu compenser l'anémie des mois d'avril et de mai. En outre, un stimulus public a eu un effet différé sur l'évolution favorable, qui semble attribuable aux mesures présentées avec le budget d'automne en octobre dernier. Toutefois, les détails révèlent un tableau bien plus sombre pour le secteur privé. Les dépenses des ménages n'ont progressé que de 0,1%, alors que les investissements des entreprises ont reculé de 4% – probablement un retour du balancier de la forte évolution observée au 1<sup>er</sup> trimestre. Il en ressort une configuration précaire pour la croissance. Le soutien de l'Etat ne devrait pas durer, ce que montrent déjà les données de la dépense publique de juin, en repli. Aux troisième et quatrième trimestres, nous prévoyons donc une inversion de la dynamique de croissance : c'est pourquoi nous avons légèrement abaissé la prévision de croissance trimestrielle pour ces deux périodes. Les indicateurs avancés comme le PMI de l'industrie esquissent les premiers traits de ce futur tableau. Après un bref rebond en juillet, l'indice a à nouveau cédé du terrain en août.

### Les prix alimentaires restent centraux

L'inflation globale a encore augmenté en juillet, portée par une nouvelle hausse des prix des services. Volatils, les prix des billets d'avion constituent l'essentiel de cette augmentation. Tandis que la Banque d'Angleterre ignorera probablement la pression inflationniste liée aux transports, elle s'intéresse de plus en plus aux prix alimentaires. Ceux-ci sont en hausse pour un deuxième mois de rang, et avec la pression des prix dans le tertiaire, ce cocktail reste inquiétant pour elle.

Royaume-Uni : contributions à la croissance trimestrielle du PIB (en termes réels)



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 2025 T2

## Chine

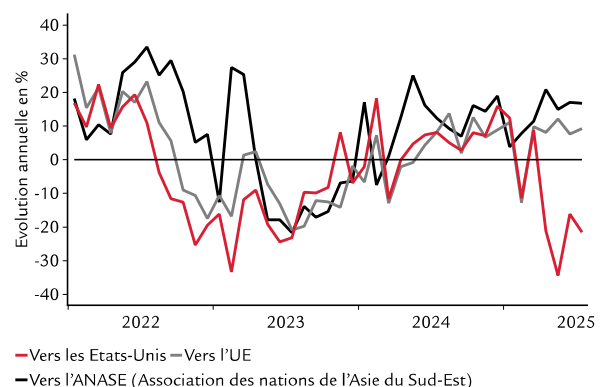
### Un nouveau répit

En comparaison avec la rhétorique belliqueuse de Washington à l'égard de Pékin lors des premiers mois du mandat de Donald Trump, le ton s'est nettement adouci. Le délai de négociation des droits de douane qui arrivait à échéance mi-août a été prolongé de 90 jours supplémentaires. Le 9 novembre sera donc la prochaine date fatidique. Certes, les potentielles sources de conflit entre les deux pays ne manquent pas – de la restriction des exportations au déficit commercial américain en passant par la politique industrielle chinoise et les secteurs clés subventionnés par l'Etat. Actuellement, trouver des solutions plutôt que laisser le conflit s'envenimer semble toutefois l'emporter. La Chine est frappée par un taux massue de 40%, mais elle se montre remarquablement résistante, en témoignent les exportations en hausse de plus de 7% en juillet. La réorientation des flux de marchandises pour contourner les droits de douane est un facteur de cette solidité. Toutefois, cet effet devrait s'estomper sitôt que les taxes frapperont ces chemins détournés. La diversification géographique des partenaires commerciaux a également un effet stabilisateur. Le marché immobilier commence à faire un retour remarqué sur le devant de la scène. Après plusieurs mois d'une demande stable, de nouveaux replis des ventes et des prix se font jour. Si la tendance perdurait, le gouvernement devrait se pencher de manière plus sérieuse sur la question.

### L'anti-involution n'arrêtera pas la chute des prix

En juillet, l'inflation chinoise s'est inscrite à 0%. Une offre excédentaire, une demande faible et une forte concurrence l'expliquent. Le gouvernement a annoncé une campagne « anti-involution » pour contrecarrer la chute des prix. Toutefois, son effet devrait être limité à quelques secteurs spécifiques et plutôt marginal, car intervenir en force sur les surcapacités industrielles, c'est courir le risque d'une hausse du chômage.

Chine : exportations par destination



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 07/2025

## Economic Research



**Marc Brüttsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife-am.com  
**in** @marc\_brüttsch



**Damian Künzi**  
**Head Macroeconomic Research**  
damian.kuenzi@swisslife-am.com  
**in** @damian\_künzi



**Josipa Markovic**  
**Economist Emerging Markets**  
josipa.markovic@swisslife-am.com  
**in** @josipa\_markovic



**Christoph Lauper**  
**Economist Quantitative Analysis**  
christoph.lauper@swisslife-am.com  
**in** @christoph\_lauper



**Florence Hartmann**  
**Economist Developed Markets**  
florence.hartmann@swisslife-am.com  
**in** @florence\_hartmann

### Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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.