

Octobre 2025

A retenir

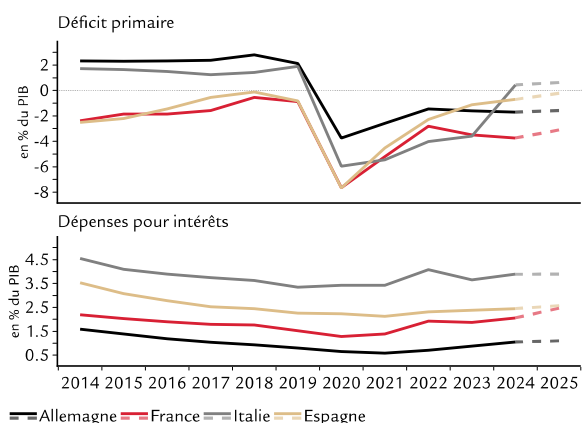
- Etats-Unis : l'emploi ralentit, mais baisse des taux directeurs et boom des actions portent la consommation *p. 2*
- Allemagne : l'expansion budgétaire prend forme avec le budget 2025 *p. 3*
- France : l'incertitude politique pèse sur le climat de consommation *p. 3*
- Suisse : espoir d'une issue positive aux négociations sur les taxes douanières *p. 4*
- Royaume-Uni : le repli de la pression salariale est une bonne nouvelle pour la Banque d'Angleterre *p. 5*
- Chine : l'inversion de tendance déflationniste tarde et le pays contribue au repli mondial des prix des biens *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	1,7% ↑	1,7% ↑	1,5%	1,7%	2,8%	2,8%	3,5%	2,7%
Zone euro	1,2%	1,2%	1% ↓	1,1%	2,1%	2,1%	2,0%	1,8%
Allemagne	0,3%	0,2% ↓	1,3%	1,2% ↓	2,0%	2,1%	2,0%	1,9%
France	0,7%	0,6%	1,0% ↓	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%	1,6% ↓
Espagne	2,5%	2,6% ↑	1,7%	1,9%	2,6%	2,5% ↑	1,8%	1,9%
Royaume-Uni	1,2%	1,2% ↑	1,2%	1,0%	3,3%	3,4% ↑	2,3%	2,6% ↑
Suisse	1,2%	1,2% ↑	1,1%	1,3%	0,2%	0,2%	0,5%	0,6% ↑
Chine	4,8%	4,8%	4,0%	4,3% ↑	0,1% ↓	0,1% ↓	1,0%	0,7% ↓

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 8 septembre 2025

Graphique du mois



Les défis pour les pays de l'UEM sont immenses. Situation dégradée en matière de sécurité, repli du libre-échange et faible croissance entravent les investissements publics. En parallèle, dans de nombreux pays européens, les déficits primaires ne sont déjà plus viables et le poids moyen de la dette est très élevé. L'évolution des investissements publics est par conséquent incertaine. L'Allemagne devrait devenir bien plus expansionniste, alors que Madrid et Rome consolident leurs finances publiques. La France est dans l'impasse politique, mais devrait pourtant se résoudre à une certaine consolidation de son abyssal déficit.

Etats-Unis

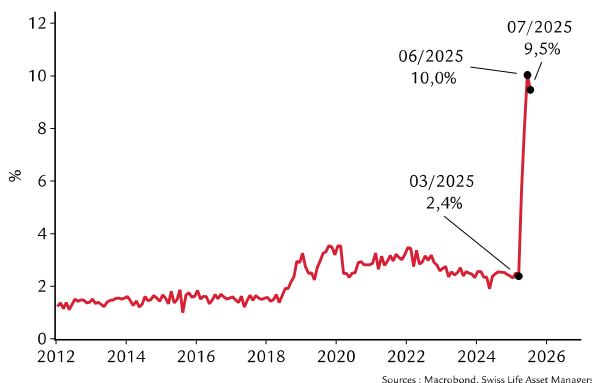
De bonnes mauvaises nouvelles

La perspective de baisses des taux directeurs a dopé les marchés financiers aux Etats-Unis, conduisant à une situation paradoxale. En effet, les chiffres de l'emploi doivent être suffisamment faibles pour maintenir les attentes de cycle de baisse, tout en étant assez bons pour ne pas alimenter les craintes de récession. Jusqu'ici, l'exercice de funambule est réussi. Au 2e semestre 2025, la croissance américaine a oscillé à un faible niveau, comme prévu. L'emballement sur les marchés actions et les conditions de financement assouplies portent notamment la croissance de la consommation privée et les investissements des entreprises. Les résultats des enquêtes auprès de celles-ci restent solides. Considérant l'incertitude de la politique économique, elles sont réservées tant côté embauches que licenciements. Le marché résidentiel reste problématique, lui qui ploie sous la pression de taux hypothécaires élevés. Sur ce front, les baisses de taux directeurs n'auront des effets qu'à la marge, car les taux à long terme pertinents restent ancrés à un niveau élevé.

Les importateurs choisissent l'esquive

L'inflation aux Etats-Unis croît du fait de la hausse des prix des biens de consommation et des effets douaniers, ceux-ci restant en deçà de nos attentes. Mesuré selon le panier-type d'importations de l'année dernière, le taux moyen est à 17%-19% depuis mai. Mais dans les faits, les recettes douanières en juin et juillet n'ont représenté que 10% des importations américaines. Cela signifie que les importateurs cherchent à esquiver les droits de douane élevés via l'anticipation des achats et la substitution de produits. Cet effet de substitution induit pour notre prévision d'inflation – relativement élevée – un risque de baisse de 3,5% en 2026. Les inquiétudes quant à un repli de l'emploi et de la pression politique devraient toutefois continuer de régner et inciter la Fed à effectuer de nouvelles baisses de taux.

Etats-Unis : droits de douane effectifs moyens (recettes douanières/importations totales)



Zone euro

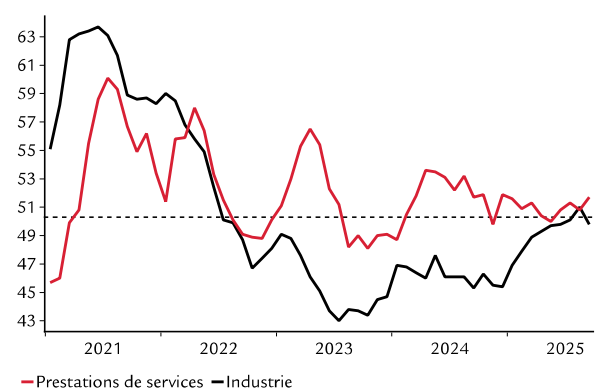
L'industrie reste robuste

La production industrielle reste résiliente face au choc douanier américain et progresse de 0,3% en juillet par rapport à juin, tandis que le repli de juin a été bien moins fort qu'annoncé. Le rebond de juillet a surtout été le fait de l'Allemagne, où la production industrielle a augmenté de 1,5%. Dans le même temps, elle a reculé en Espagne et en France. En raison de leur publication tardive, les données ne donnent qu'une vision tronquée de la situation. Des indicateurs plus actuels comme les PMI témoignent toujours d'une bonne santé du secteur secondaire, bien que son PMI avancé ait reculé légèrement sous le seuil de croissance de 50 points en septembre. Toutefois, le sous-indice de la production industrielle progresse, même si moins fortement qu'en août. Le PMI du secteur tertiaire est bien plus solide que celui de l'industrie et largement au-dessus des 50 points. Ainsi, le PMI de septembre pour l'ensemble de l'économie a retrouvé son plus haut niveau depuis mai 2024.

Grandes disparités d'inflation dans l'UEM

En août, l'inflation globale a certes légèrement progressé pour s'inscrire à 2,1%, mais elle reste bien en ligne avec l'objectif. L'inflation des services, bien que toujours supérieure à 3%, a encore reculé en août. Une trajectoire qui devrait se poursuivre ces prochains mois vu la pression salariale en repli. Au sein de la zone euro, les disparités d'inflation sont très marquées et vont de -0,1% à Chypre à 6,2% en Estonie. Parmi les ténors de l'UEM, la France se distingue, avec un taux d'inflation inférieur à 1% depuis des mois. Ces contrastes ne facilitent pas la tâche de la BCE, et pour l'heure, la politique monétaire reste trop restrictive pour des pays comme l'Hexagone.

Zone euro : indice des directeurs d'achat



Allemagne

L'expansion budgétaire prend forme

Avec l'adoption du budget fédéral 2025, l'expansion budgétaire annoncée de longue date va être mise en œuvre. La loi de finances prévoit 502 milliards d'euros de dépenses, soit 25 de plus que l'année précédente, et l'accroissement de l'endettement annuel passe à plus de 140 milliards. A partir du 4^e trimestre, les investissements publics pourraient donc nettement augmenter (voir graphique).

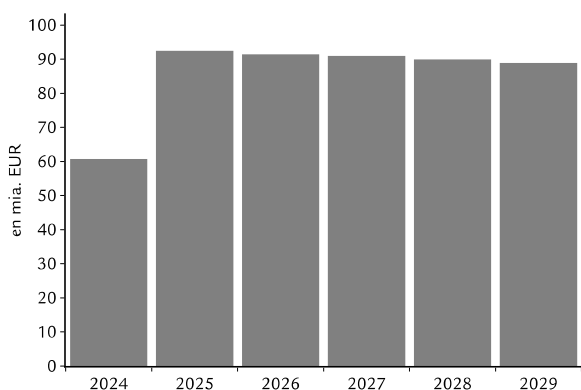
Toutefois, les signaux conjoncturels demeurent mitigés. La faible demande et l'incertitude persistante perturbent toujours la croissance, surtout dans l'industrie manufacturière et côté exportations. La minceur des carnets de commande ne penche pas non plus en faveur d'une amélioration rapide de la situation.

En parallèle, les critiques quant à l'utilisation de ces nouveaux moyens spéciaux se multiplient. Selon l'institut ifo, 16 milliards d'euros vont passer du budget principal vers des fonds d'infrastructures, tandis que les moyens financiers libérés financeront notamment une hausse des dépenses sociales de 11 milliards d'euros. Les réformes du système de retraites sont donc ajournées. A moyen terme, la hausse des investissements aura un effet clairement positif et cette année déjà, contribuera à accélérer la croissance. Et ce, que la productivité ou la croissance potentielle augmentent ou non à long terme.

L'inflation sous-jacente reste en hausse

En août, l'inflation sous-jacente a stagné à 2,7%, car les services (+3,1%) et l'alimentation (+2,5%) ont enregistré de fortes hausses de prix en comparaison annuelle. L'effet modérateur des prix de l'énergie s'est maintenu (-2,4%). Toutefois, il s'estompé, ce qui conduit à des effets de base et à une inflation temporairement en légère hausse. Pourtant, à moyen terme, nous tablons toujours sur des taux stables autour de la cible des 2%.

Allemagne : investissements publics attendus au niveau fédéral



France

Le moral des ménages baisse

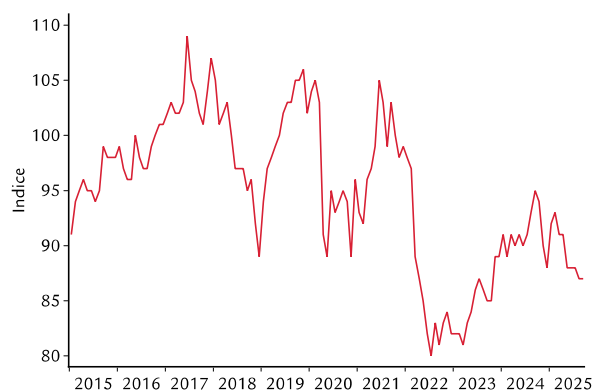
La paralysie politique depuis la dissolution de l'Assemblée nationale par le président Macron à l'été 2024 assombrit la perspective d'un essor conjoncturel modéré. La Banque de France table toujours sur une croissance de 0,3% au 3^e trimestre vs le trimestre précédent. Après une croissance négative au 4^e trimestre 2024, le rebond en direction de la croissance potentielle à long terme se poursuit. Dans la même veine, les économistes interrogés par Bloomberg font état d'une probabilité de récession plus faible qu'il y a encore un mois. Les vents favorables soufflant sur la construction sont remarquables. Jusqu'en juillet, le nombre de permis de construire résidentiels a gagné 20% par rapport à l'an dernier.

Cela étant, une tendance contraire émerge actuellement, entre une timide amélioration du moral des entreprises et un net recul de celui des ménages. Malgré des salaires réels en hausse, la perte de pouvoir d'achat reste l'une des préoccupations majeures de la population active. Associé à l'hypothèse d'une absence de relance budgétaire jusqu'à l'élection présidentielle de 2027, cela nous pousse à abaisser notre prévision de croissance du PIB pour 2026.

Hausse de l'inflation à l'horizon

Nous prévoyons un renchérissement annuel moyen de 1,1% en 2025, bien en deçà des 2,0% de l'an dernier. Malgré une légère hausse ces prochains mois, le taux d'inflation du scénario de référence reste inférieur au seuil de 2% jusqu'à fin 2026. Mesurée selon les prix des obligations indexées sur l'inflation, les prévisions à long terme des investisseurs restent très bien ancrées. Si la BCE axait sa politique monétaire uniquement sur la situation hexagonale, elle aurait de la marge pour procéder à d'autres baisses de taux.

France : confiance des ménages



Italie

Objectif atteint pour l'inflation

En Italie, l'inflation sous-jacente, excluant énergie et alimentation, est inscrite précisément depuis trois mois à 2% et donc parfaitement alignée sur l'objectif de la BCE. L'inflation globale ressort à seulement 1,6% en août grâce au repli des prix de l'énergie. Dans la zone euro, seules la France et Chypre affichent un taux inférieur. La guerre commerciale réduit encore la pression inflationniste. Depuis le début d'année, les prix à la production dans l'industrie (hors construction et énergie) évoluent latéralement pour le marché intérieur. Côté exportations, ils ont légèrement reculé entre avril et juin en particulier. Les exportateurs doivent donc accepter des baisses de prix, probablement en raison du mix dollar faible/droits de douane élevés sur les exportations vers les Etats-Unis. Actuellement, les données d'activité et des enquêtes sont plutôt bonnes et révèlent une légère croissance du PIB d'environ 0,1% au 3^e trimestre. Rome n'exploite donc pas pleinement sa croissance potentielle, ce qui, associé à une inflation sous 2%, met en évidence une politique monétaire de la BCE actuellement trop restrictive pour l'Italie.

Espagne

La pression des prix s'accroît encore

Après un repli passager en mai, à 2%, objectif de la BCE, l'inflation globale espagnole a de nouveau accéléré en août, atteignant 2,7%. L'inflation sous-jacente a enregistré une hausse similaire et s'inscrit à 2,4% en août. La progression de l'inflation globale est surtout le fait des prix de l'énergie en hausse, tout comme ceux des carburants. Hypothèse supplémentaire évidente : la forte demande dans le secteur du tourisme a exercé une certaine pression haussière sur les prix. Les chiffres du tourisme pour 2025 suggèrent une nouvelle année record. Ainsi, l'inflation dans les régions touristiques majeures comme les îles Baléares ou Valence affiche une inflation bien supérieure à la moyenne nationale. La composante « hôtellerie-restauration » de l'inflation, typiquement l'expression du secteur touristique, a contribué de manière surdimensionnée à la hausse du mois d'août. La croissance économique toujours solide devrait continuer à exercer une pression haussière sur les prix dans l'UEM. Partant, nous prévoyons que le renchérissement annuel restera supérieur à 2% pour le reste de l'année. Ce n'est que début 2026 que nous prévoyons un retour sous la cible.

Suisse

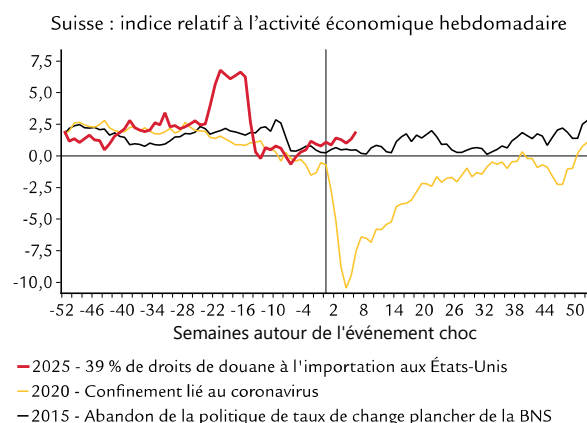
La hausse des salaires réels amortit le repli à l'export

Aucun succès dans les négociations n'a été signé sur le front douanier. Partant, pour nos prévisions, nous maintenons l'hypothèse d'une place industrielle suisse toujours impactée par l'écart douanier par rapport à la concurrence européenne ou japonaise. Ces prochains trimestres, les marques du marteau douanier vont émerger dans le PIB de la Suisse sous forme de repli des exportations vers les Etats-Unis. Les biens durables, comme les montres, ont déjà été expédiés en amont par bateau pour éviter les droits de douane frappant ce marché. Un net recul des exportations est déjà visible dans les données des échanges commerciaux du mois d'août. Le secteur privé, agile, sonde en outre les possibilités de déplacement de la production, ce qui limite la croissance potentielle si l'inégalité de traitement de l'industrie suisse comparée à ses concurrents persiste. Il en résulte un assombrissement du marché du travail. Selon une enquête du KOF de l'EPF de Zurich, les entreprises industrielles ont déjà largement revu à la baisse en août leurs projets d'achats de produits intermédiaires.

L'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du SECO, reflet de la situation de l'économie dans son ensemble, s'étend jusqu'à la première semaine de septembre et signale jusqu'à présent une poursuite de la croissance. La conjoncture domestique est portée par une hausse des salaires réels d'environ 2% par rapport à 2024. Le secteur de la construction continue de profiter d'une politique monétaire expansionniste de la part de la Banque nationale suisse.

Fort recul des prix à la production

Le ralentissement sur le front de l'emploi atténue la pression inflationniste à moyen terme. Actuellement, la baisse des prix à l'importation et de l'énergie a un effet déflationniste sur les producteurs. Jusqu'en août 2025, l'indice des prix à la production et à l'importation cède 1,8% par rapport à l'année précédente.



Royaume-Uni

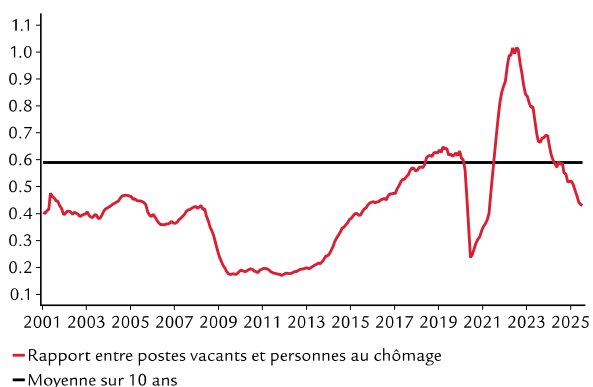
La croissance ralentit

Après une croissance plus solide que prévu au 2^e trimestre, l'économie britannique a quelque peu ralenti au début du troisième, comme attendu. La croissance mensuelle du PIB en juillet stagne, mais le mois précédent avait marqué une forte progression. Dans le détail, le tertiaire gagne un peu de terrain, alors que la production industrielle recule. Les ventes au détail ont également progressé en juillet. Le mois d'août a aussi connu une solide demande des ménages. En revanche, le marché de l'emploi ralentit lentement, mais constamment. Cette faiblesse ne semble pourtant pas (encore) peser sur la consommation des ménages. Toutefois, le moral de ces derniers marque un recul en septembre. Les indicateurs avancés comme les PMI signalent une conjoncture plutôt robuste pour le reste du trimestre, même si l'essor va légèrement ralentir. Le PMI de l'ensemble de l'économie a certes signé une belle performance à précisément 51 points, mais il recule nettement par rapport au sommet d'août.

Repli de la pression salariale, lueur d'espoir pour la BoE

L'inflation est restée tenace en août et stagne à 3,8%. L'essoufflement du marché du travail, notamment le ralentissement de la hausse des coûts salariaux, devrait être un des rares motifs d'espoir de recul de l'inflation pour la Banque d'Angleterre (BoE). Et ce en particulier car elle ne table pas sur une dégradation rapide du marché de l'emploi. Toutefois, le nombre de postes vacants continue de reculer. Le ratio postes vacants/nombre de personnes au chômage, un indicateur clé pour la BoE, est donc actuellement inférieur à la moyenne sur plusieurs années et traduit un marché de l'emploi moins tendu. Cela devrait affaiblir la pression salariale et avec elle son homologue inflationniste au cours des prochains mois.

Royaume-Uni : ratio postes vacants/personnes au chômage



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

Chine

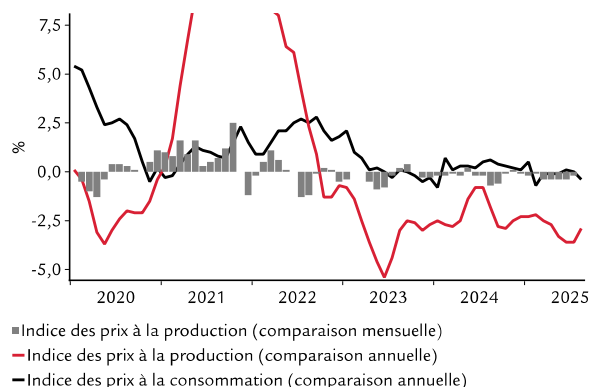
« Anti-involution » : providence ou fléau ?

Les derniers chiffres de la conjoncture chinoise sont en deçà des attentes. Outre la correction du secteur immobilier bien connue, la nouvelle campagne de l'exécutif pèse sur la dynamique économique. L'initiative dite « anti-involution » vise à endiguer les surcapacités et la concurrence délétaire dans les branches industrielles. L'objectif est de stopper la chute des prix et des marges des entreprises : depuis plus de 30 mois, les prix à la production sont en repli. Parmi les secteurs concernés figurent l'acier, la chimie, le ciment et des industries d'avenir comme les véhicules électriques, les batteries et l'énergie solaire. Les mesures prises jusqu'ici sont timides. Elles ne portent pas sur des baisses de production généralisées, mais sur l'expiration des subventions des gouvernements locaux et des règles plus strictes d'accès au marché. A court terme, cette campagne va ralentir les investissements dans le secteur industriel. Sur le moyen à long terme, elle pourrait toutefois favoriser des prix stables et aider à consolider les entreprises rentables. Dans l'ensemble, il s'agit d'une tentative prudente d'améliorer la durabilité de la croissance industrielle. Le secteur high tech en particulier, épine dorsale de la dynamique économique chinoise, devrait s'en trouver renforcé de façon pérenne.

Déflation durable dans les prix à la production

En août et pour la première fois en neuf mois, les prix à la production en comparaison mensuelle n'ont pas reculé. Une évolution qui reflète les premiers effets de la campagne citée plus haut, notamment dans des secteurs comme le charbon, la métallurgie, le solaire et la mobilité électrique. Comme les mesures restent toutefois timides et le niveau de production supérieur à la demande, il ne faut pas s'attendre à un net revirement de tendance ou à une trajectoire déflationniste des prix à court terme. Au plan mondial également, la Chine va contribuer à la baisse des prix des marchandises.

Chine : indicateurs d'inflation



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

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.

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.