

Février 2026

A retenir

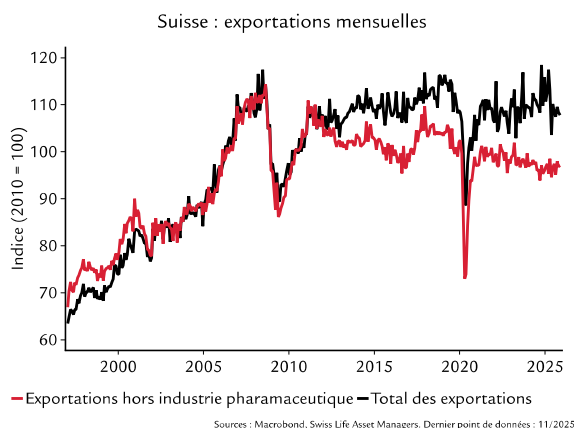
- Etats-Unis : consommation solide malgré l'emploi atone ? Le taux d'épargne en baisse est une des clés p. 2
- Allemagne : la politique budgétaire portera la croissance, mais sa mise en œuvre est très incertaine p. 3
- France : un répit en matière de politique intérieure p. 3
- Suisse : l'inflation s'éloigne de nouveau de zéro p. 4
- Royaume-Uni : le ralentissement de l'emploi entraîne celui de l'inflation des services p. 5
- Chine : une économie toujours bicéphale – faible demande intérieure, exportations élevées p. 5

Prévisions comparées

	Croissance du PIB 2026		Croissance du PIB 2027		Inflation 2026		Inflation 2027	
	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus	Swiss Life	Consensus
Etats-Unis	2,4% ↑	2,4% ↑	2,0%	2,0%	3,0% ↓	2,6% ↓	2,6%	2,4%
Zone euro	1,0%	1,1%	1,2%	1,4%	1,8% ↓	1,8%	2,0%	1,9%
Allemagne	0,9% ↓	1,1%	1,3%	1,5%	1,9% ↓	2,0%	1,7%	2,0%
France	1,1%	1,0% ↑	1,2%	1,1%	1,1% ↓	1,2% ↓	1,5%	1,6%
Italie	0,6%	0,7%	0,8%	0,8%	1,4% ↓	1,4% ↓	1,9%	1,8%
Espagne	1,9%	2,2%	1,8%	1,9%	2,0% ↑	2,2% ↑	1,8%	2,1%
Royaume-Uni	1,2%	1,0%	1,3%	1,3%	2,4%	2,4% ↓	2,0%	2,2%
Suisse	1,2%	1,2%	1,4%	1,5%	0,5%	0,4%	0,8%	0,7%
Chine	4,5% ↑	4,6% ↑	4,7%	4,4%	0,8% ↓	0,6%	1,0%	1,0%

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 16 janvier 2026

Graphique du mois



La Chine est passée au deuxième rang mondial des développeurs de nouveaux médicaments. Le modèle actuel est simple : les entreprises chinoises octroient les licences de leurs principes actifs aux multinationales pharmaceutiques. Les premières profitent de l'expertise en matière de commercialisation et de réglementation, et les secondes, de l'innovation chinoise. Mais Pékin entend couvrir toute la chaîne de valeur et devenir un acteur mondial. Selon les experts, il lui faudra encore des années, mais cette concurrence arrive. Ce sera un défi croissant pour la Suisse, dont la dynamique d'exportation dépend fortement du secteur pharmaceutique (voir Graphique du mois).

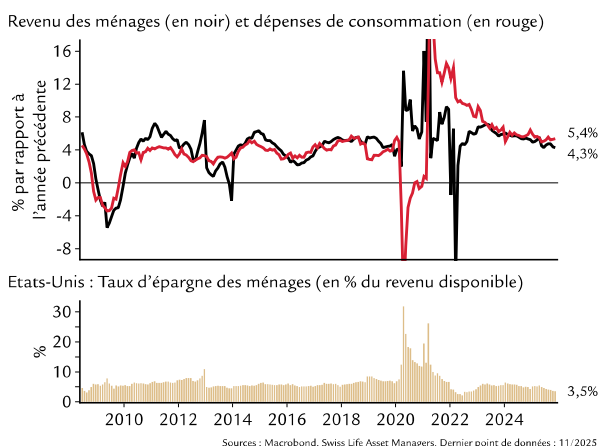
Etats-Unis

Le brouillard se dissipe

Après le plus long *shutdown* de l'histoire, les données du second semestre 2025 se sont consolidées. Globalement, PIB et chiffres d'activité du 4^e trimestre ont livré de bonnes surprises. L'économie américaine reprend de l'élan en début d'année, nous avons donc relevé notre prévision de PIB pour 2026. Mais vu la faiblesse du marché de l'emploi, la solide consommation des ménages n'a pas d'ancrage stable et s'explique notamment par le repli du taux d'épargne (3,5% seulement en novembre). Certes, l'inflation a baissé à 2,7% en fin d'année, mais elle sera indiquée trop faible jusqu'en mars 2026 du fait d'hypothèses incertaines sur l'inflation des coûts du logement (absence de données lors du *shutdown*). De plus, les marchés sous-estiment selon nous la pression inflationniste induite par les droits de douane en 2026. La « crise du pouvoir d'achat » reste donc la principale préoccupation des électeurs. L'incitation à raviver le conflit douanier avant les *midterms* est donc faible, ce qui a probablement contribué à faire reculer Washington dans ses vues sur le Groenland. Avec le *One Big Beautiful Bill*, la politique budgétaire est déjà expansionniste en 2026. L'administration tente désormais de s'attaquer au problème du pouvoir d'achat par des mesures populistes comme le plafonnement des taux des cartes de crédit, des interventions sur le marché résidentiel ou des pressions sur la Fed. Mais il s'agit de mesures à court terme aux effets secondaires problématiques sur le plan économique.

La croissance retrouvera son potentiel en 2027

Cette édition des Perspectives présente pour la première fois nos prévisions pour 2027. Aux Etats-Unis, nous tablons sur une croissance du PIB de 2%, soit la croissance potentielle. Contrairement à 2026, nous n'attendons pas d'impulsions budgétaires et monétaires, mais le choc douanier devrait être digéré. L'inflation va donc progressivement revenir vers l'objectif de 2%.



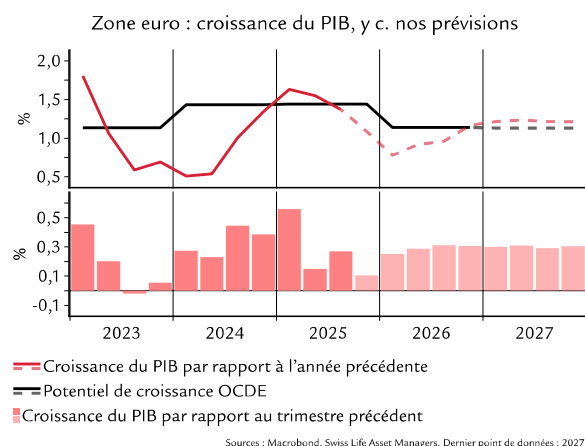
Zone euro

Budget 2027 : une pente douce plutôt qu'un mur

Malgré les dernières tensions géopolitiques, l'économie européenne a entamé l'année avec optimisme, tout du moins à la lecture des PMI. Ainsi, celui pour l'ensemble de l'économie est resté inchangé à 51,5 points. Au premier abord, l'année 2027 sera axée sur différents thèmes qui influenceront fortement les perspectives de croissance de la zone euro dans son ensemble. Nous estimons que la politique budgétaire en particulier portera la croissance, tandis que la politique monétaire devrait être plutôt neutre. La politique budgétaire allemande notamment devrait être encore plus souple en 2027 qu'en 2026, avec à la clé un taux de croissance supérieur au potentiel. En France et dans les pays du sud de l'UEM, nous prévoyons toutefois un durcissement de la politique budgétaire. L'arrivée à terme du programme NextGenerationEU (NGEU) devrait notamment peser sur l'Europe méridionale. L'Italie et l'Espagne en particulier ont largement profité de ces fonds européens ces dernières années. Toutefois, 2027 ne devrait pas marquer un arrêt brutal des capitaux, mais plutôt une réduction progressive. Les éventuels projets devront certes être soumis d'ici août 2026, mais les versements pourront avoir lieu d'ici la fin de cette année. Ainsi, une part considérable des dépenses impayées devrait être réglée en 2027, atténuant quelque peu les répercussions. Nous estimons donc que la fin du programme NGEU sera moins un mur budgétaire qu'une pente douce. La politique budgétaire devrait donc être moins restrictive que ne le laissent supposer les gros titres.

Inflation sous contrôle

Côté inflation, nous prévoyons peu de mouvement en 2027. Dans les quatre plus grands pays de la zone euro, elle devrait rester légèrement inférieure à 2%.



Allemagne

La politique budgétaire, relais majeur de croissance

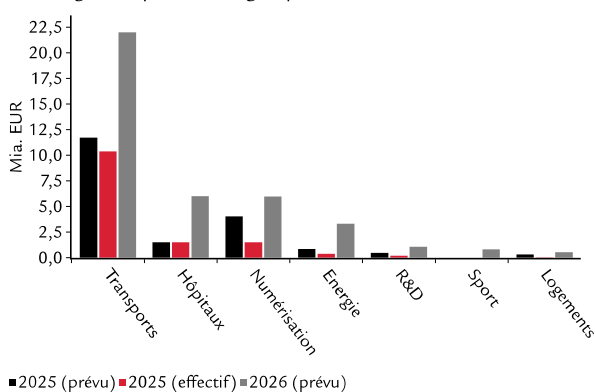
Contexte difficile pour l'économie allemande en ce début 2026. Sans le soutien de l'Etat, la dynamique conjoncturelle serait très faible. Les perspectives seront largement tributaires de l'expansion budgétaire, dont la mise en œuvre, la rapidité et l'efficacité restent toutefois incertaines. Les dépenses issues du budget spécial ont nettement augmenté en 2025 et devraient poursuivre leur hausse en 2026. Les différences entre dépenses effectives et dépenses prévues traduisent en outre un tableau hétérogène (voir illustration). Dans les infrastructures de transport, les ressources existantes ont été rapidement engagées car les projets étaient présents et l'importance accordée à la maintenance, élevée. Mais dans des secteurs plus complexes (infrastructures énergétiques, recherche et numérisation), les engagements ont été nettement inférieurs aux prévisions, signe d'exigences plus élevées côté concepts, autorisations et coordination. L'impulsion budgétaire de ces investissements d'importance structurelle dépend donc largement de leur exécution. La clé ici n'est pas la trajectoire du déficit, mais une exécution efficace et coordonnée, pour vite garnir les carnets de commandes et lancer la production.

Les Länder et les dépenses de défense sont des relais de croissance supplémentaires. Mais cela accroît aussi la pression sur les capacités et le secteur de la construction, et par conséquent, le risque que les programmes se disputent des ressources limitées, faisant augmenter la pression sur les prix. Sur les plans politique et financier, les bases de l'expansion budgétaire sont posées, mais la difficile traduction dans l'économie réelle se fait attendre.

Politique budgétaire toujours décisive en 2027

Le budget marquera la conjoncture au-delà de 2026, la croissance du PIB en résultant entraînant des effets de second tour. Nous prévoyons une accélération de 0,9% en 2026 à 1,3% en 2027.

Allemagne : dépenses, budget spécial consacré aux infrastructures



Sources : Ministère allemand des Finances, Macrobond, Swiss Life Asset Managers.

France

Croissance prévue un peu au-dessus du consensus

En recourant à l'article 49.3, le Premier ministre Sébastien Lecornu devrait parvenir à faire adopter un budget, apportant un peu de répit sur le plan de la politique intérieure. Après les élections municipales de mars, l'agenda politique se tournera définitivement vers l'élection présidentielle de 2027. Malgré l'instabilité politique intérieure qui perdure depuis 2024, la reprise économique cyclique continue de prendre forme, avec le moral de l'industrie s'améliorant encore en début d'année. Selon une enquête de l'Insee, la confiance dans ce secteur a atteint son plus haut niveau depuis juillet 2022. Le moral des ménages aussi s'est amélioré dernièrement, notamment grâce à des perspectives d'emploi jugées meilleures. En période de forte incertitude géopolitique et de scepticisme généralisé quant à la reprise économique du noyau dur de l'Europe, il semble opportun d'évoquer pour une fois un risque prévisionnel à la hausse. Depuis septembre 2025, un processus de désépargne modéré se profile de la part des ménages. Une accélération de cette évolution pourrait porter leur consommation davantage que ne le prévoit notre scénario de référence.

Le spectre inflationniste relégué au second plan

Dans l'ensemble, les prévisions d'inflation des agents économiques témoignent d'une détente. Le point mort d'inflation, calculé à partir des prix des emprunts indexés sur l'inflation à dix ans, est actuellement de 1,8%. Depuis des mois, les enquêtes auprès des ménages font état d'une prévision d'inflation stable de 2% en moyenne pour les trois prochaines années. La première prévision du consensus disponible pour 2027 est de 1,6%. Comme le montre le tableau en page 1, notre prévision d'inflation pour 2026 et 2027 est légèrement inférieure à celle du consensus.

France : prévisions d'inflation sur 10 ans, dérivées des prix des obligations indexées sur l'inflation



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point des données : 27/01/2026

Italie

Normalisation des exportations vers les Etats-Unis

L'économie italienne reste solide. D'après Istat, l'institut statistique national, le moral est à la hausse dans tous les secteurs au 2^e semestre 2025, hormis dans la construction. Dans l'industrie, le niveau de départ était faible. Côté débouchés des exportations, curieusement, ce ne sont pas les Etats-Unis qui posent problème. Après un creux et en moyenne glissante sur 12 mois, de nouveaux records ont été atteints dès octobre. C'est l'Allemagne qui inquiète, avec peu de signes de reprise. Cela devrait changer avec les mesures budgétaires allemandes de 2026, dont l'industrie italienne de l'armement pourrait particulièrement profiter. En parallèle, l'économie intérieure est robuste et le marché de l'emploi garde la forme. Pour 2027, nous attendons toutefois un ralentissement conjoncturel, car en 2026, le programme NextGenerationEU, dont l'Italie a été la principale bénéficiaire, arrive à terme. Toutefois, comme les capitaux perçus et les projets ainsi financés produiront encore des effets sur l'économie en 2027, il ne s'agit pas d'un mur budgétaire, mais d'un vent contraire modéré et persistant pour l'économie.

Espagne

Soutien budgétaire insuffisant en 2027

La situation politique en Espagne reste tendue. Les espoirs d'un accord rapide sur le conflit budgétaire restent donc ténus, car le gouvernement minoritaire de Pedro Sánchez ne dispose pas de la majorité parlementaire nécessaire. Sur ce point, notamment dans la perspective de l'expiration du programme NGEU à l'été 2026 (cf. texte sur la zone euro), l'Espagne aurait un besoin croissant de soutien budgétaire pour compenser, du moins en partie, la disparition de ces impulsions. Cela étant, un tel cas de figure supposerait des élections anticipées, ce qui n'est pas le scénario que nous retenons pour l'heure. Nous tablons plutôt sur des impulsions budgétaires substantielles, seulement après les prochaines élections générales régulières. Ces dernières devront avoir lieu au plus tard en août 2027. Par conséquent, une politique budgétaire plus active ne sera pas possible avant le budget 2028 au plus tôt. Avec le repli du soutien budgétaire, nous prévoyons un taux de croissance du PIB espagnol de 1,8% en 2027, légèrement inférieur au potentiel et à la prévision pour 2026.

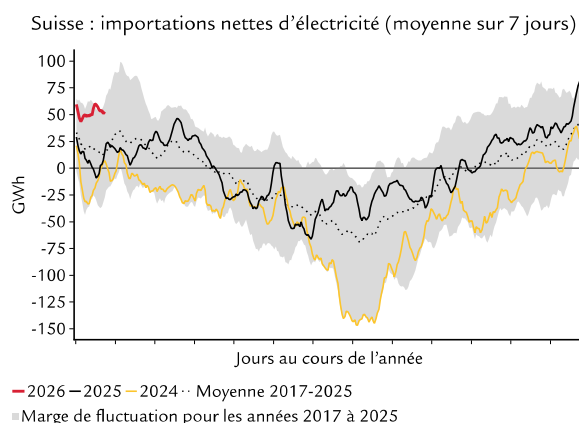
Suisse

Importations d'électricité anormalement élevées

Depuis novembre, le conflit douanier avec les Etats-Unis s'est apaisé. La nette amélioration du moral des ménages depuis témoigne d'une attente d'une meilleure évolution économique. Toutefois, l'indice relatif à l'activité économique hebdomadaire (AEH) du Secrétariat d'Etat à l'économie SECO ne montre à ce jour aucun effet immédiat sur la dynamique économique. Le niveau des stocks des commerçants américains est si élevé qu'il suffira à satisfaire la demande jusqu'au printemps. Après tout, les désavantages par rapport à la concurrence européenne ont disparu, et avec eux le risque à court terme d'une délocalisation massive de la production par les exportateurs suisses. Nous ne prévoyons désormais plus qu'une nouvelle légère hausse du taux de chômage d'ici mi-2026. Jusqu'à nouvel ordre, la prévision de croissance du PIB doit tenir compte de la situation exceptionnelle de l'approvisionnement en électricité. Les travaux de maintenance de la centrale nucléaire de Gösgen nécessitent des importations d'électricité anormalement élevées depuis l'été (voir graphique). Une situation qui pèse déjà sur le bilan du commerce extérieur dans le rapport sur le PIB au 3^e trimestre 2025. Cette situation perdure depuis. Rien qu'en janvier 2026, les importations nettes d'électricité ont été six fois plus élevées qu'en janvier 2025.

Inflation 2027 un peu au-dessus du consensus

Pour l'année en cours et pour 2027, notre prévision d'inflation est légèrement supérieure à celle du consensus. La composante des loyers dans l'indice suisse des prix à la consommation devrait retrouver une pondération plus élevée en 2026. L'évolution des prix durablement supérieure à la moyenne de cette catégorie renforce la tendance à s'éloigner de l'actuelle inflation zéro.



Royaume-Uni

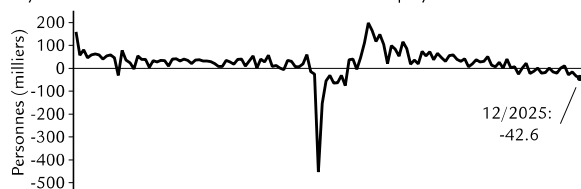
Ralentissement durable sur le marché du travail

Avec +0,3% en novembre, l'économie britannique a progressé plus que prévu par rapport au mois précédent. Une situation notamment permise par le rebond de la production automobile après la cyberattaque contre Jaguar/Land Rover en septembre. De plus, le secteur tertiaire a poursuivi sa croissance soutenue. Toutefois, nous pensons que cette dynamique positive n'a pas continué en décembre. En revanche, le ralentissement sur le front de l'emploi s'est encore accentué. Le taux de chômage a encore augmenté, alors que le nombre de postes vacants ne cesse de diminuer. La croissance des salaires ralentit toutefois moins vite que ne le laissait supposer le fléchissement de la dynamique du marché du travail. Cela s'explique notamment par la hausse continue des rémunérations dans le secteur public. Dans l'ensemble, nous n'attendons pas de fortes turbulences sur le marché du travail, même si le contexte devrait rester difficile en 2026. De la perspective de l'inflation, c'est toutefois une évolution bienvenue. Le repli de la pression salariale devrait notamment freiner la pression inflationniste persistante sur les prix des services, d'autant plus que les coûts salariaux dans ce secteur représentent une part élevée. Des effets de base des prix réglementés et de l'énergie, ainsi que la baisse du coût de cette dernière pour les ménages, devraient s'y ajouter.

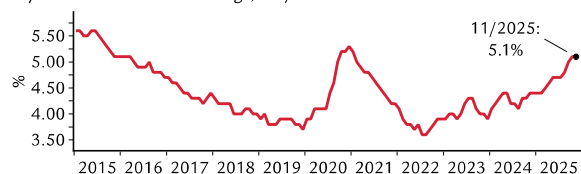
Reprise modérée en 2027

L'inflation ne devrait toutefois repasser sous l'objectif de 2% de la Banque d'Angleterre qu'en 2027. Côté croissance, nous prévoyons une légère accélération en 2027 par rapport à 2026, principalement portée par la reprise continue de la consommation privée. En revanche, nous attendons un léger repli des dépenses publiques en 2027 par rapport à 2026, en raison des mesures annoncées dans le budget d'automne.

Royaume-Uni : variation mensuelle du nombre d'employés



Royaume-Uni : taux de chômage, moyenne trimestrielle



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12.2025

Chine

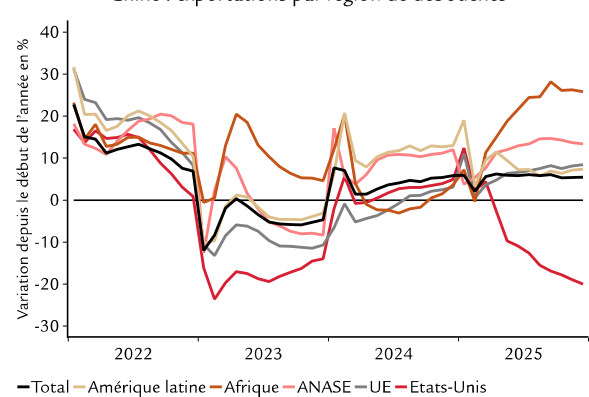
Une économie chinoise toujours bicéphale

En 2025, la Chine a enregistré une croissance de 5% de son PIB, atteignant ainsi son objectif annuel. Mais ce chiffre cache une économie à deux vitesses : la demande intérieure reste faible, pénalisée par la correction de l'immobilier et la campagne anti-involution pour lutter contre une concurrence locale démesurée. En parallèle, la production industrielle connaît une solide croissance, surtout dans le secteur high-tech, car la capacité d'innovation chinoise croît sans cesse (voir Graphique du mois). Malgré les droits de douane, les produits high-tech portent la croissance des exportations et constituent actuellement le principal relais de croissance. Les exportations devraient rester cruciales pour le PIB en 2026. Primo, des relations commerciales largement diversifiées atténuent le recul des exportations américaines, en chute de 20% en 2025. Secundo, la compétitivité reste élevée, soutenue par des chaînes d'approvisionnement intégrées et une monnaie sous-évaluée. Tertio, les politiques visent à doper les progrès technologiques et le développement de produits high-tech (voitures électriques, panneaux solaires, micro-puces ou électroménager), déjà parmi les relais majeurs de croissance en 2025. Nous prévoyons toutefois une croissance de seulement 4,5% en 2026, la correction dans l'immobilier continuant de peser sur les investissements et le moral des ménages. En 2027, la croissance devrait être un peu plus élevée (4,7%) portée par le secteur high-tech déjà bien ancré, tandis que l'effet négatif des difficultés de l'immobilier s'estompera.

Pas encore de reflation

Nous n'attendons que 0,8% d'inflation en 2026, toujours avec déflation des prix à la production, l'offre excédant la demande. Une véritable reflation (retour d'un niveau d'inflation soutenable porté par la demande) supposerait une contribution bien supérieure de la consommation et des services. Ce n'est pas l'hypothèse actuelle.

Chine : exportations par région de débouchés



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2025

Economic Research



Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com
in@marc_brütsch



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, filiale af Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Luxembourg Frederiksgade 11, 1. tv, 1265 København K.