

Mai 2026

A retenir

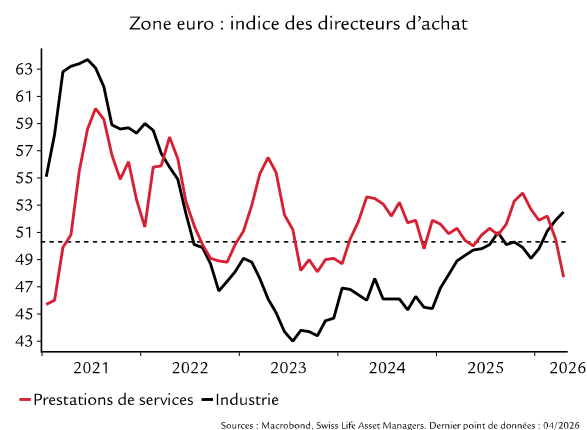
- Etats-Unis : regain de forme de l'emploi et rebond cyclique de l'industrie portent la croissance p. 2
- Allemagne : net ralentissement de la conjoncture selon les enquêtes p. 3
- France : des ménages très inquiets p. 3
- Suisse : prévision d'inflation 2027 relevée du fait de la hausse des tarifs des transports publics p. 4
- Royaume-Uni : le secteur tertiaire reste résilient p. 5
- Chine : croissance portée par les exportations high-tech, exposition limitée au conflit en Iran 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	2,3%	2,1% ↓	2,0%	2,0%	3,1% ↑	3,2% ↑	2,3%	2,4%
Zone euro	1,0%	0,9% ↓	1,2%	1,3% ↓	2,3%	2,7% ↑	1,6% ↓	2,1% ↑
Allemagne	0,7% ↓	0,7% ↓	1,3%	1,3% ↓	2,5% ↑	2,7% ↑	1,8% ↑	2,2% ↑
France	1,1%	0,9% ↓	1,2%	0,9% ↓	1,6% ↑	1,8% ↑	1,3%	1,6% ↑
Italie	0,8%	0,5% ↓	0,8%	0,7% ↓	2,3% ↑	2,7% ↑	1,5%	1,9% ↑
Espagne	2,2%	2,2% ↓	1,8%	1,9% ↓	2,9% ↑	2,9% ↑	1,5% ↓	2,1% ↑
Royaume-Uni	0,9%	0,6% ↓	1,3%	1,1% ↓	2,9%	3,1% ↑	1,9%	2,5% ↑
Suisse	1,1%	1,0% ↓	1,4%	1,4% ↓	0,6%	0,6% ↑	0,8% ↑	0,7% ↑
Chine	4,7% ↑	4,6%	4,7%	4,4% ↓	0,8%	1,0% ↑	1,0%	1,0%

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

Graphique du mois



Les PMI en zone euro affichent actuellement une nette divergence entre l'industrie et le tertiaire. Selon les chiffres d'avril, l'industrie, souvent liée aux commandes et investissements à long terme, reste en plein essor malgré la guerre en Iran. Les carnets de commande sont pleins, ce qui pourrait traduire des effets d'anticipation de hausses de prix de la part des entreprises, tout en soulignant le caractère temporaire de cette dynamique. En revanche, le tertiaire est pour l'instant nettement plus sensible à la demande et semble déjà ressentir davantage les effets de la hausse des prix.

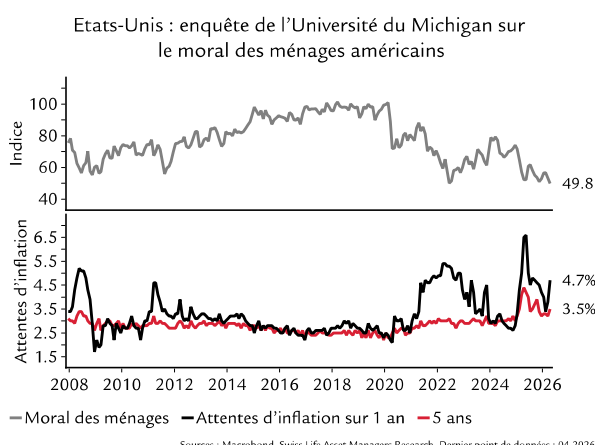
Etats-Unis

Un moral en berne malgré l'amélioration côté emploi

La hausse des prix à la pompe a pesé sur le moral des ménages américains en avril. Selon une enquête de l'Université du Michigan, ce dernier est tombé à son plus bas depuis le début de la série de données en 1952. La corrélation avec les dépenses de consommation réelles est toutefois ténue. Selon nous, les ménages tenteront de soutenir leur consommation en réduisant une nouvelle fois leur taux d'épargne, déjà faible. C'est d'autant plus vrai que les personnes interrogées n'attendent qu'une hausse temporaire de l'inflation (voir graphique). Les indices de directeurs d'achat (PMI) témoignent de carnets de commande stables, même après l'éclatement de la guerre. La reprise cyclique semble se poursuivre, dans le secondaire notamment. Mars est réjouissant sur le marché de l'emploi également : certes, la croissance traduit en partie les effets de rattrapage après un mois de février atone (grèves et météo), mais a de loin dépassé les attentes. Le taux de chômage a reculé à 4,3%, surtout dans les catégories ayant particulièrement souffert en 2025 (jeunes, jeunes diplômés et nouveaux entrants sur le marché du travail). La réserve induite par l'IA lors des embauches a peut-être été excessive, et il faut désormais effectivement recruter. Le regain d'offres pour les développeurs informatiques semble corroborer cette hypothèse.

Forte inflation globale, sous-jacente en baisse

En mars, la guerre en Iran a surtout touché les prix de l'essence (+21,5% vs février) et les prix des billets d'avion (+2,7%). Autrement, l'inflation a été faible. L'inflation sous-jacente, hors énergie et denrées alimentaires, a même légèrement reculé, à 2,6%. Les effets de second tour devraient être minimes étant donné le moindre pouvoir de fixation des prix des entreprises et la faible pression salariale. La politique monétaire ne devrait donc pas réagir au choc des prix de l'énergie par des hausses de taux.



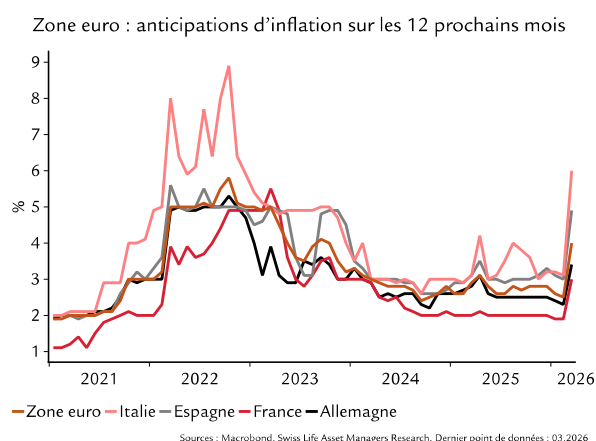
Zone euro

Moral étonnamment solide dans l'industrie

Les dernières données traduisent les premiers effets de la guerre en Iran et de la forte hausse des prix de l'énergie. Ainsi, en avril, le moral des ménages dans la zone euro est tombé à son plus bas depuis fin 2022. Les enquêtes auprès des entreprises signalent également un assombrissement des attentes quant à l'évolution des affaires. Certes, l'indice de directeurs d'achat (PMI) de l'industrie manufacturière a augmenté en avril, mais ce rebond ne devrait être que temporaire (voir Graphique du mois). Toutefois, les carnets de commande se sont améliorés un peu en avril. Les entreprises disent avoir avancé la constitution de stocks en anticipation des hausses de prix et d'éventuelles ruptures d'approvisionnement. Mais cela contraste avec la faiblesse des derniers chiffres de la production industrielle. A l'inverse, le moral du tertiaire s'est effondré : tous les sous-indices liés à la demande sont désormais bien inférieurs au seuil de croissance. Toutefois, nous prévoyons toujours que l'impact de la hausse des prix de l'énergie sur l'économie réelle restera limité et laissons inchangée notre prévision de croissance du PIB en 2026.

Adaptation des attentes de prix des consommateurs

Les données d'inflation de mars reflètent également le choc des prix de l'énergie, notamment dans le transport. Indisponibles à la clôture de la rédaction, celles d'avril devraient à nouveau traduire la hausse des prix des carburants. En parallèle, une enquête de la BCE auprès des ménages indique une nette hausse des prévisions d'inflation ces 12 prochains mois, à 4,0% en mars (contre 2,5% en février, cf. graphique). Le choc inflationniste de 2022 continue manifestement de se répercuter sur les ménages. Nous prévoyons un taux d'inflation de 2,4% pour 2026.



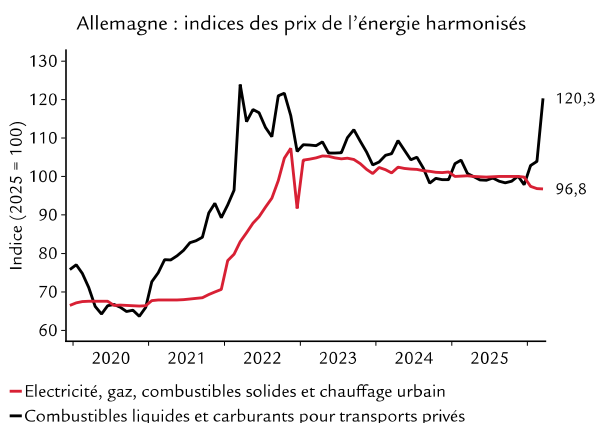
Allemagne

Les enquêtes signalent un ralentissement conjoncturel

Même sans données définitives, les indices de directeurs d'achat (PMI) et l'indice ifo du climat des affaires affichent déjà un net repli, tant dans la situation actuelle que dans les prévisions. Le ralentissement est plus marqué en Allemagne qu'ailleurs en Europe. Les enquêtes reflètent donc la nette hausse de l'incertitude et des prix de l'énergie. Tourisme, transports et logistique sont particulièrement touchés. En outre, incertitude et risque accru d'éventuelles hausses de taux pèsent sur le moral et le volume de commandes dans des secteurs sensibles aux taux d'intérêt comme l'immobilier et la construction.

Envolée du pétrole, gaz et électricité stables

Les données d'inflation de mars livrent un premier aperçu de la pression sur les prix en Allemagne induite par la guerre en Iran. Toutes les énergies ne sont toutefois pas touchées de la même façon : les prix du pétrole et des carburants, rapidement répercutés sur les prix à la consommation et les revenus réels, ont fortement augmenté. En revanche, ceux du gaz et de l'électricité ont même légèrement baissé entre décembre et mars grâce à différentes mesures politiques (voir graphique). Ils sont moins exposés à la guerre en Iran en raison de contrats d'approvisionnement à long terme et de prix régulés. En outre, les marchés gaziers européens dépendent moins du Proche-Orient, et la production d'électricité repose en grande partie sur les énergies renouvelables. Aucune répercussion sur les prix hors énergie n'est encore visible, l'inflation sous-jacente reste stable. La hausse des prix de l'énergie a porté l'inflation globale à environ 2,5% en mars. Contrairement à 2022, le choc frappe un environnement à très faible pression inflationniste sous-jacente, rendant les entreprises réticentes à augmenter leurs prix jusqu'ici. La durée du conflit iranien déterminera la suite.



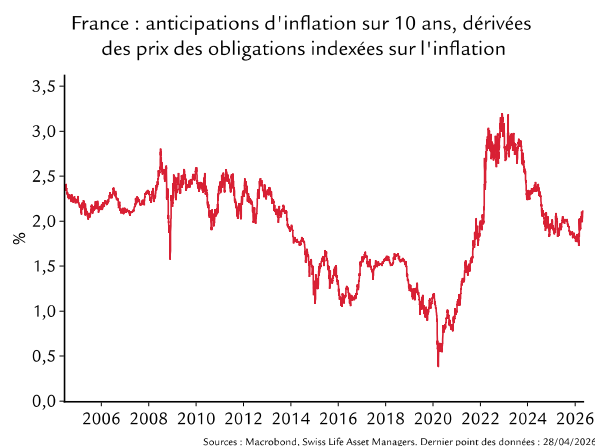
France

Chute du moral des consommateurs

Le moral des ménages s'est littéralement effondré en avril. En cause, la hausse des prix des carburants, qui a remis la question de la perte de pouvoir d'achat sur le devant de la scène. Le recul du moral des ménages à son plus bas depuis mai 2023 s'explique par l'expérience consécutive à l'attaque en Ukraine et le choc inflationniste qui a suivi. En parallèle, l'enquête sur le moral des ménages révèle également que les employés s'inquiètent de la situation sur le marché du travail. Notre analyse pointe une grande différence par rapport à la situation post-2022. Aucune tendance inflationniste procyclique ne se dessine actuellement sur le marché de l'emploi. Globalement, les indicateurs de tendance sont hétérogènes. Le tableau sombre qui ressort des enquêtes auprès des ménages se reflète certes dans le PMI du tertiaire, mais pas dans les diverses enquêtes sur le moral des entreprises du secondaire.

Hausse marginale des attentes inflationnistes

En avril, les prix de l'essence à la pompe ont moins augmenté qu'en mars. Comme pour les autres pays de la zone euro, notre prévision d'inflation est inférieure à celle du consensus. Nos prévisions se fondent essentiellement sur la navigabilité du détroit d'Ormuz d'ici la fin de l'année. Dans ce cas, le prix du pétrole devrait être nettement inférieur à son niveau actuel, comme le suggèrent les contrats à terme. De plus, les effets de second tour de la hausse des prix de l'énergie sur les biens hors énergie et alimentation ou les services devraient être moins importants qu'en 2022 et 2023. Côté obligations indexées sur l'inflation, le point mort, soit la prévision d'inflation moyenne à long terme induite par le marché, n'a que faiblement augmenté depuis mars.



Italie

Une industrie jusqu'ici impassible

L'Italie, comme la plupart des pays industrialisés, a vu la guerre en Iran impacter surtout les prix de l'énergie, alors que le reste de l'inflation est resté bien ancré. Grâce à la réduction temporaire des taxes sur l'essence et le gazole (-0,25 €/l), la hausse mensuelle des prix de l'énergie (4,9%) a été nettement plus faible que dans d'autres pays de la zone euro. Mais cette évolution des prix a également affecté l'économie italienne, en témoignent les enquêtes. Le moral des ménages a nettement reculé en mars. D'après les PMI, les entreprises de services notamment ont déploré un ralentissement de la demande en mars, alors que les entreprises industrielles ont encore fait état d'une bonne situation en termes de production et de commandes. Parmi les quatre grands pays de l'UEM, l'Italie est en effet le seul à ne pas avoir enregistré de recul de sa production industrielle en février. En y ajoutant le nombre record de nuitées grâce aux Jeux olympiques d'hiver, nous prévoyons toujours de solides chiffres de croissance du PIB au 1^{er} trimestre (chiffres non disponibles à la clôture de la rédaction).

Espagne

Inflation plus forte, perspectives de croissance stables

En Espagne également, l'inflation de mars reflète la hausse des prix de l'énergie, notamment dans les coûts de transport. L'inflation a grimpé à 3,4% en mars, après 2,3% en février, bien au-delà de nos prévisions. Le reste de la pression inflationniste demeure toutefois bien ancré. L'inflation sous-jacente n'a progressé que modérément, à 2,9% (contre 2,7% en février). Comme en Italie, les taux réduits de TVA sur le diesel, l'essence, l'électricité et le gaz naturel ont probablement contribué à freiner la hausse. Toutefois, les enquêtes auprès des entreprises et des ménages signalent un assombrissement du moral. Certes, le PMI du tertiaire a encore progressé en mars, alors que l'industriel glisse sous le seuil de croissance des 50 points. Le ralentissement est surtout dû à la dégradation des prévisions de commandes à l'exportation et à la hausse des prix de gros. Côté croissance, nous prévoyons toujours une situation solide pour l'Espagne. Des indices anecdotiques évoquent un « effet de substitution » des longs trajets en avion à la suite des prix plus élevés, dont l'Espagne pourrait profiter.

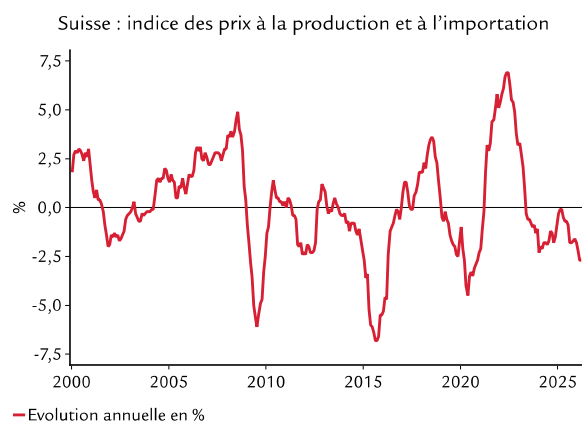
Suisse

Les droits de douane américains, le facteur décisif

Il n'y a encore que peu de données fiables de l'économie réelle pour mesurer l'effet immédiat de la guerre en Iran sur la dynamique conjoncturelle. Les enquêtes menées auprès des directeurs d'achat des entreprises indiquent des valeurs solides, contrastant avec le net repli du moral des ménages. De plus, nous pensons que la politique douanière américaine erratique a pesé et continuera à peser sur les perspectives de croissance, plus que la hausse du coût de l'énergie. Les droits de douane américains devraient certes encore grimper, de 10% actuellement à 15%, mais l'accord conclu en novembre tient, limitant le risque de délocalisation de la production des entreprises industrielles nationales. Selon ces hypothèses, le taux de chômage devrait atteindre son pic cyclique en milieu d'année. En Suisse, la croissance est soutenue par la politique monétaire expansionniste de la BNS. Les deux grands plans budgétaires allemands en faveur des infrastructures et de la défense devraient également produire des effets d'aubaine. La reprise de la production d'électricité à la centrale nucléaire de Gösgen a en outre permis d'éliminer un facteur défavorable des derniers trimestres.

Pression sur les prix : rien de comparable avec 2022

En comparaison annuelle, les prix à la production ont baissé en mars aussi, bien que l'indice ait déjà intégré la hausse des prix de l'énergie. Globalement, le pouvoir de fixation des prix est bien plus faible que lors de l'éclatement du conflit en Ukraine. Les effets de second tour, pour peu qu'il y en ait, devraient donc être moins forts qu'en 2022 et 2023. Nous relevons toutefois légèrement notre prévision d'inflation pour 2027, en raison d'adaptations tarifaires des prestataires de transports publics de 3,9% en moyenne. Cette hausse sera prise en compte dans le calcul de l'indice suisse des prix à la consommation (IPC) à partir de décembre 2026.



Sources : OFS, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 03/2026

Royaume-Uni

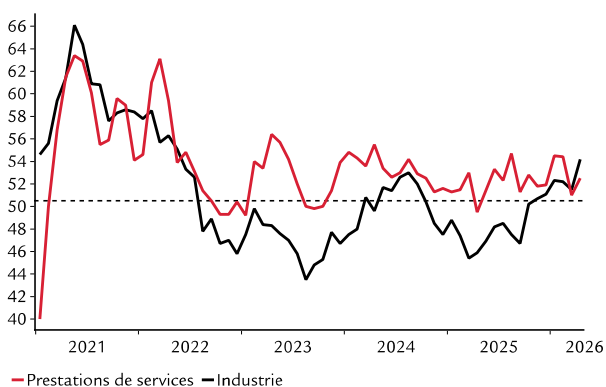
Le secteur tertiaire reste (encore) résilient

Au Royaume-Uni aussi, les premiers effets de la guerre au Moyen-Orient apparaissent dans les données. En avril, le PMI de l'industrie manufacturière affiche une dynamique similaire à celle de la zone euro. L'indice a progressé pour atteindre 53,6 points. D'après le rapport PMI, une partie de cette solidité s'explique par le fait que les entreprises anticipent des achats, en prévision de prix plus élevés ces prochains mois. En conséquence, les sous-indices des prix de gros et des prix de vente ont nettement progressé. La hausse a été encore plus forte au Royaume-Uni que dans la zone euro. Le recul du sous-indice de la production future indique que la vigueur industrielle ne devrait pas durer. Contrairement à celui de la zone euro, l'indice du tertiaire affiche une amélioration. Les entreprises citent les impulsions positives des investissements technologiques et des plans de développement à long terme, tout en citant la morosité des ménages et la hausse des prix comme freins.

Effets des prix énergétiques dans les données de mars

Cette dynamique se reflète déjà dans les données d'inflation de mars. La hausse à 3,3% est principalement due aux prix de l'énergie, ceux de l'essence ayant augmenté de 8,5%, ceux du mazout de 90% par rapport au mois précédent. L'inflation progresse aussi dans les services, notamment en raison de la hausse des prix des transports, surtout aériens. En revanche, l'inflation sous-jacente a même légèrement baissé en mars. La pression salariale toujours en recul devrait contrebalancer les forts effets de second tour de l'inflation. Mais avant la hausse des prix de l'énergie, le point de départ de l'inflation était bien moins favorable qu'en zone euro. L'équivalent de 2,5 relèvements de taux de la Banque d'Angleterre est actuellement intégré par le marché.

Royaume-Uni : indice des directeurs d'achat



Chine

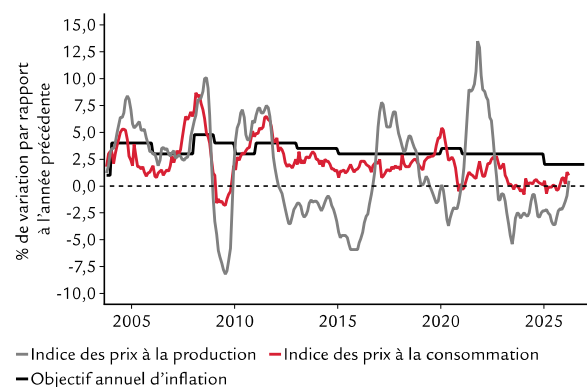
A l'abri des effets de la guerre en Iran

A 5,0%, la croissance économique chinoise au 1^{er} trimestre a dépassé les attentes. Si les ménages souffrent encore de la baisse des prix de l'immobilier et de l'incertitude côté emploi, une solide production industrielle dans le secteur high-tech ainsi que les exportations associées (+15% sur la période) portent la conjoncture. L'impact économique de la guerre en Iran sur la Chine est resté limité jusqu'à présent. Il s'est surtout fait sentir via la hausse des valeurs des importations due à l'augmentation des prix des matières premières et des volumes importés, surtout de charbon en vue de constituer des stocks stratégiques. Néanmoins, les décideurs chinois sont conscients des risques si le conflit s'éternise. Une guerre prolongée pourrait freiner la demande mondiale et compromettre la dynamique des exportations, actuellement pilier essentiel de la croissance. En outre, le Proche-Orient est un important fournisseur de produits intermédiaires pour la production de semi-conducteurs, notamment l'hélium et le soufre. Dans ce contexte, la Chine a déjà annoncé qu'elle interdira les exportations d'acide sulfurique à partir du mois de mai.

Les prix énergétiques pèsent sur la rentabilité

Après 41 mois de déflation, les prix à la production sont en hausse par rapport à l'exercice précédent. Cette hausse reflète principalement celle des coûts des intrants due à l'envolée des prix de l'énergie. La demande intérieure restant faible, le pouvoir de fixation des prix des entreprises reste limité, de sorte que la hausse des coûts ne peut pas être répercutée sur le consommateur final. Les hausses de coûts liées aux prix énergétiques, dans le sillage de la guerre en Iran, se traduisent donc par une baisse des marges et non par une hausse des prix à la consommation.

Chine : chiffres clés de l'inflation



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.