

Novembre-décembre 2025

A retenir

- Etats-Unis : la Fed va baisser ses taux malgré le boom de l'IA et un manque de données économiques p. 2
- Allemagne : l'industrie fléchit, la relance budgétaire ne produit pas encore d'effet p. 3
- France : confiance supérieure à la moyenne dans l'industrie, taux d'inflation inférieur à la moyenne p. 3
- Suisse : nouvelle hausse du chômage attendue p. 4
- Royaume-Uni : la faible latitude fiscale fait monter la pression à consolider le budget automnal p. 5
- Chine : une position commerciale forte qui contraint Washington à des compromis p. 5

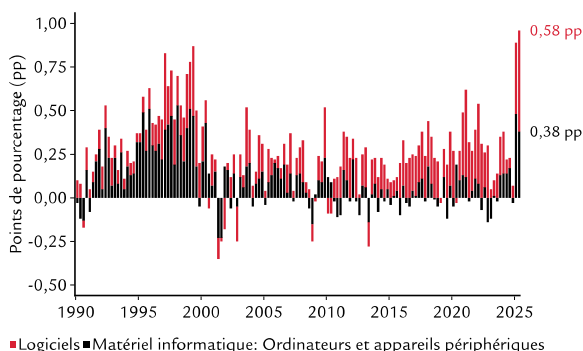
Prévisions comparées

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

Les modifications par rapport au mois précédent sont indiquées par des flèches. Source : Consensus Economics Inc., Londres, 16 octobre 2025

Graphique du mois

Investissements des Etats-Unis : contribution d'une sélection de secteurs à la croissance trimestrielle du PIB (valeur annualisée)



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

La croissance économique américaine n'est plus généralisée, mais dépend fortement de l'essor de l'IA. Les investissements d'équipement dans le matériel et les logiciels ont atteint des sommets au 1^{er} semestre, représentant plus de 50% de la croissance. Les dépenses en logiciels surtout sont pertinentes, car le matériel est principalement importé. A cela s'ajoutent le boom de la construction de centres de données et une consommation privée robuste. Elle est surtout portée par les ménages plus aisés et un taux d'épargne en baisse. Les effets de richesse à la suite de l'envolée du marché actions portée par l'IA jouent probablement un rôle clé.

Etats-Unis

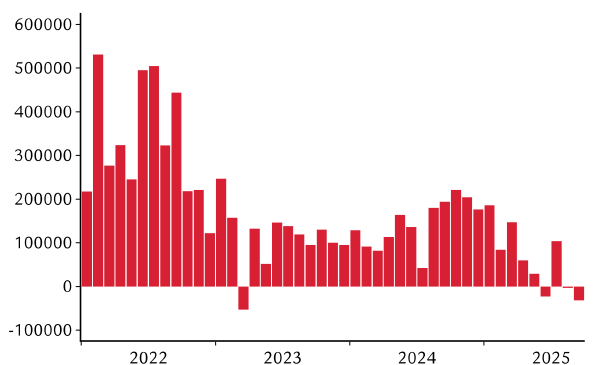
Services publics fermés, manque de données

Comme si la guerre commerciale ne suffisait pas, le « shutdown » du gouvernement américain ajoute une dose d'incertitude en politique économique. A la clôture de la rédaction, aucune issue n'était en vue. Les marchés de prédiction et nombre d'observateurs politiques estiment qu'une résolution des questions budgétaires en novembre se rapproche. L'observation du dernier shutdown (35 jours en 2018) permet d'estimer que la dépense publique pèsera sur la croissance du PIB au 4^e trimestre et que la croissance de la consommation privée va reculer. Des effets qui s'inverseront au 1^{er} trimestre 2026, sous réserve que cette paralysie soit effectivement terminée. En raison du shutdown, aucune donnée officielle n'a été publiée à l'exception de l'inflation. En outre, le tableau d'ensemble restera biaisé pendant quelque temps en raison d'enquêtes manquantes ou de mauvaise qualité et des problèmes associés à l'ajustement saisonnier. Les données privées continuent de dépendre une activité économique solide – les PMI sont bien ancrés en territoire expansionniste – alors que l'emploi peine. Selon la société ADP, spécialiste des données de paie, le secteur privé a supprimé des emplois en septembre et les consommateurs restent pessimistes sur ce front.

Pleins gaz malgré une visibilité réduite

En dépit de la faible visibilité, les données du marché du travail devraient suffire à la Fed pour baisser ses taux. L'inflation de septembre, moins forte que prévue, devrait aussi aider. L'inflation sous-jacente comme globale sont à 3,0%, toujours au-dessus de l'objectif de 2%. Si les prix ont reculé dans les services, ceux des biens ont augmenté, taxes douanières obligent. Nous estimons toujours que l'inflation due aux *tariffs* en 2026 est sous-estimée. Nous maintenons notre prévision à 3,5% pour l'an prochain.

ADP : variation mensuelle des emplois dans le secteur privé américain (hors agriculture)



Zone euro

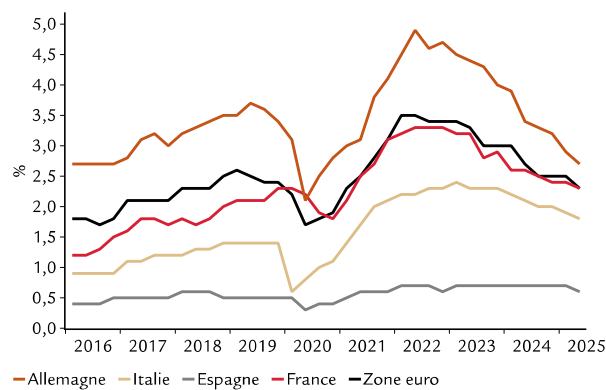
Nouvelle éclaircie du moral

Le secteur industriel européen n'affiche toujours pas de signe de véritable faiblesse, bien au contraire. Le PMI du secondaire a surpris en octobre avec une amélioration marginale, atteignant 50 points. Point très positif, les carnets de commandes continuent de se remplir. Le secteur tertiaire reste également optimiste : son PMI s'inscrit à 52,6 points en octobre, porté par la nette hausse en Allemagne. Les chiffres du PIB au 3^e trimestre, non publiés à la clôture de la rédaction, devraient expliquer davantage la résistance de l'économie européenne au choc douanier. Par ailleurs, la politique budgétaire reste au centre des préoccupations : cet automne, les Etats membres de l'UE vont présenter leur projet de budget pour l'année à venir. Certes, la liste n'est pas encore exhaustive, mais les prévisions disponibles traduisent une certaine convergence des taux d'endettement. Si cette tendance devait se confirmer, la Grèce pourrait atteindre en 2026 un taux similaire à celui de l'Italie.

Chute de la pression salariale

Le marché du travail demeure un facteur décisif pour la perspective d'inflation. L'emploi est solide, mais les signes d'une dégradation progressive se multiplient. Ainsi, le taux d'offres d'emploi, soit le ratio des postes disponibles par rapport à l'ensemble des emplois (voir graphique) s'est creusé, tout en restant nettement supérieur à son niveau pré-covid. Si l'on y associe des indicateurs comme l'outil de suivi des salaires de la BCE, qui traduit aussi un ralentissement, les signes d'un repli de la pression salariale se densifient. Une situation qui devrait en particulier profiter à l'inflation des services, car cette composante des prix est très sensible aux salaires.

Zone euro : taux d'offres d'emploi



Allemagne

En attendant l'élan budgétaire

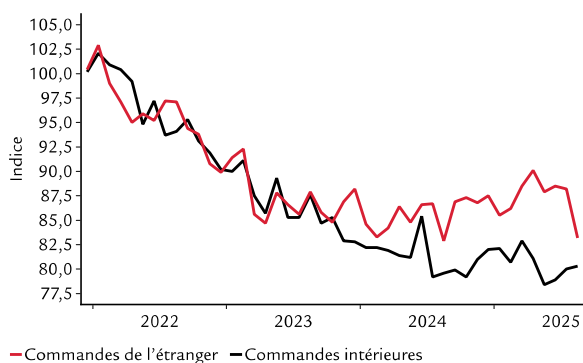
En cet automne 2025, l'économie allemande reste marquée par l'incertitude et une conjoncture industrielle morose. Les effets négatifs des droits de douane se traduisent désormais dans les données de production d'août. Les commandes venues de l'étranger, à l'effet stabilisateur depuis 2023, ont également chuté en août. Certes, la commande domestique augmente, mais elle ne compense pas encore la faiblesse des exportations (voir graphique).

Avec le budget voté fin septembre, le gouvernement a ouvert la voie à l'une des plus grandes expansions budgétaires depuis des décennies. Les commandes dans le secteur de la défense en particulier témoignent d'un vif essor. Elles devraient favoriser les fournisseurs et les secteurs high tech européens : une bonne surprise qui augmente l'effet multiplicateur. Côté infrastructures, la rénovation de routes et voies ferrées existantes a la priorité, car plus rapidement réalisable que de nouveaux ouvrages. La vitesse d'exécution dépendra largement d'allègements réglementaires encore incertains. Globalement, l'expansion budgétaire devrait produire ses premiers effets à partir du 4^e trimestre 2025. Ces effets devraient être perceptibles mais limités dans un premier temps, et intervenir dans un contexte de dynamique industrielle faible. Les défis structurels pour la productivité et la compétitivité demeurent – là où les mesures de relance pourront intervenir, leur effet risque d'être insuffisant.

Prix des biens stables, services en hausse

L'inflation est clairement bicéphale : les prix de l'énergie et des biens sont constants, tandis que ceux des services et de l'alimentation ont clairement grimpé. La hausse des coûts salariaux dans le tertiaire en est le principal facteur. Cette évolution nous amène à relever légèrement notre prévision pour 2025. Cependant, nous n'attendons pas de hausse durable de l'inflation.

Allemagne : nouvelles commandes (hors grosses commandes), industrie



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

France

Le moral de l'industrie supérieur à la moyenne

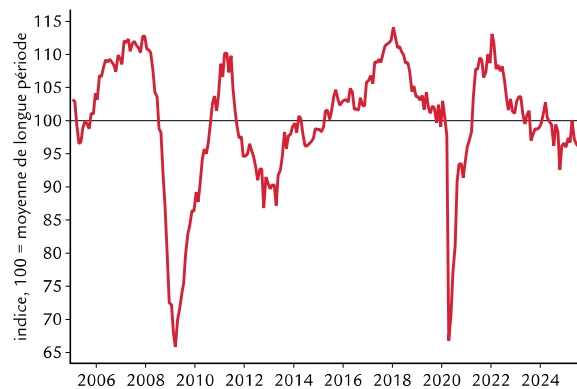
Considérant l'incertitude autour du budget et de la réforme des retraites, le secteur privé hexagonal se montre étonnamment résistant. Les derniers chiffres de la confiance des entreprises et du moral des ménages indiquent une amélioration au début du 4^e trimestre 2025. Le secteur de la construction, notamment, profite de vents favorables cycliques, matérialisés par l'assouplissement de la BCE déjà mis en place. Si la politique monétaire de la BCE était adaptée à la situation française et à son taux d'inflation inférieur à la moyenne, elle pourrait même être un peu plus expansionniste.

Le commerce extérieur suit aussi une trajectoire positive. Selon l'enquête auprès des responsables d'achat dans l'industrie, les commandes depuis l'étranger se stabilisent. La décollecte du livret A – exonéré d'impôts – que nous attendions depuis longtemps semble s'installer, du fait de la baisse des taux. En septembre, la décollecte mensuelle sur ce support a été la plus forte depuis 15 ans. En extrapolant cette valeur sur un an, ce retrait de fonds du livret A correspond à environ 0,9% du PIB de l'Hexagone. Si ces fonds étaient utilisés, au moins en partie, à des fins de consommation, cela donnerait une forte impulsion à la demande intérieure.

Inflation inférieure à la moyenne

Inscrit à 1,1% en septembre, le taux d'inflation français était 50% inférieur à celui de toute la zone euro. En excluant les prix volatils de l'énergie, de l'alimentation, de l'alcool et du tabac, le taux est de 1,5%. Seule Chypre affiche un taux sous-jacent plus faible. Pour 2026, nous tablons également sur une inflation inférieure à la moyenne, à 1,4%, en phase avec le consensus. Concernant la zone euro, nous tablons actuellement sur un taux d'inflation de 2,0%.

France : Climat des affaires dans l'industrie



Sources : Insee, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 10/2025

Italie

Nouvelle consolidation budgétaire à l'horizon

Le projet de budget 2026 présenté par Rome à Bruxelles prévoit une nouvelle consolidation. Dès 2024, l'Italie a renoué avec l'excédent primaire (excédent budgétaire hors intérêts de la dette) et en prévoit une nouvelle hausse sur la période 2026 à 2028. Toutefois, comme la charge des intérêts pèse lourdement sur le budget italien (environ 3% du PIB) et que la croissance devrait osciller autour d'un faible niveau de 0,5% à 0,6% en 2025 et 2026, l'endettement brut italien en pourcentage du PIB continue d'augmenter légèrement. Autre point négatif, la fin du programme NextGenerationEU en 2026, dont l'Italie a énormément profité. Le dernier versement sera réalisé par Bruxelles au plus tard fin décembre 2026. Malgré l'accalmie des vents favorables, l'économie domestique continue d'afficher une bonne forme. Les PMI continuent d'indiquer une expansion et la création d'emplois pour les prestataires de services. Le cycle vertueux de baisse du chômage et de hausse de la consommation devrait donc se poursuivre.

Espagne

Aucun projet de budget en vue

Jusqu'ici, le gouvernement espagnol n'a adopté aucun projet de budget pour 2026, malgré l'expiration du délai officiel fixé au 30 septembre. En cause, les difficultés du gouvernement minoritaire conduit par Pedro Sánchez à réunir suffisamment de voix pour adopter un nouveau budget dans une chambre basse divisée. Les revendications des différents alliés sont diverses. La situation est compliquée par la décision du parti indépendantiste catalan de retirer son soutien à l'exécutif en place. Déjà minoritaire, ce dernier s'en trouve un peu plus affaibli. En cas d'absence de nouveau budget, la constitution espagnole prévoit que celui de l'année précédente soit prolongé jusqu'à l'adoption d'une nouvelle mouture. C'est exactement ce qu'il se passe depuis 2023. En d'autres termes, le gouvernement dirigé par Pedro Sánchez fonde son action sur des bases budgétaires datant d'il y a deux ans. Les menaces de Donald Trump quant à un non-respect de l'objectif de dépenses de défense de l'OTAN par Madrid se sont ravivées, corsant davantage la situation politique.

Suisse

Une ombre sur l'emploi

L'incertitude entourant les *tariffs* continue de plomber de larges pans de l'économie exportatrice. D'après les enquêtes de la Banque nationale suisse (BNS), près de 20% des entreprises interrogées indiquent être concernées. Ces sociétés évoluent principalement dans l'industrie horlogère et dans celle des machines, équipements électriques et de la métallurgie (MEM).

Une autre enquête du KOF (ETH Zurich) montre que trois mois après l'annonce des droits de douane à 39%, les firmes industrielles restent prudentes dans leurs commandes de produits intermédiaires. Nous en déduisons une estimation pessimiste du niveau de commandes entrantes en Suisse. Ces prochains mois, les effets des conditions économiques mondiales difficiles vont également se traduire sur le marché du travail.

Après un plancher de 1,9% en mars 2023, le taux de chômage a grimpé pour atteindre 3,0% en septembre 2025. Il faut s'attendre à ce qu'un nombre croissant d'entreprises aient eu recours au chômage technique depuis août. Les chiffres officiels pour la période à partir d'août ne seront publiés qu'en décembre. Nous prévoyons une nouvelle hausse du chômage au tournant de 2026.

Retour de l'inflation depuis juin

La crainte d'une nouvelle phase déflationniste ne s'est pas matérialisée. Comme ailleurs, les prix des services ont augmenté plus que la moyenne. Dans la synthèse de ses discussions sur l'évaluation de la politique monétaire, récemment publiée, la BNS souligne une forte hausse des prix des services du tourisme. Nous prévoyons une hausse progressive du renchérissement annuel lors des prochains trimestres. S'il s'élevait en moyenne à 0,2% au 3^e trimestre 2025, il se situera autour de 0,6% au 4^e trimestre 2026.

Suisse : Taux de chômage



— Chiffres corrigés des variations saisonnières

Sources: SECO, Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 09/2025

Royaume-Uni

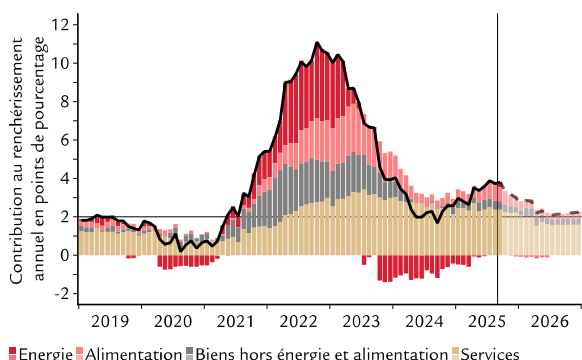
Le budget automnal arrive

Les signaux envoyés par l'économie britannique restent contrastés. Le PIB mensuel a progressé de 0,1% en août, comme prévu, porté par un net essor de la production industrielle. Les PMI de septembre font certes état d'une fin de 3^e trimestre plutôt décevante, mais l'indice avancé d'octobre témoigne d'un moral en hausse au début du quatrième, surtout dans le secteur industriel. En novembre, la focale s'est toutefois déplacée vers la politique budgétaire : le 26 novembre 2025, Rachel Reeves présentera le budget d'automne. A 9,9 mia. £, la marge de manœuvre budgétaire de la Chancelière de l'Echiquier est historiquement infime. Une marge amputée par la hausse des rendements des emprunts d'Etat, la reprise des réductions de dépenses sociales et un risque de baisse des hypothèses de croissance et de productivité de l'OBR, le bureau indépendant de responsabilité budgétaire. Une consolidation est donc inévitable. Nous estimons que la latitude budgétaire sera rétablie par une combinaison de réduction des dépenses et de hausse modérée d'impôts. Selon leur ampleur et le calendrier d'application, ces mesures pourraient peser légèrement sur la croissance du PIB en 2026.

L'inflation a sûrement atteint son pic

Comme nous l'attendions, l'inflation s'est inscrite à 3,8% en septembre, une mauvaise surprise pour le marché. Conséquence : une forte réévaluation des prévisions quant à la trajectoire de taux de la Banque d'Angleterre. Le marché attend désormais l'équivalent de deux baisses et demie, approchant notre prédiction de trois réductions d'ici mi-2026. Autre facteur encourageant, le repli de l'inflation des services en septembre a été relativement généralisé.

Royaume-Uni : contribution à l'inflation globale, y. c. nos prévisions



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 12/2026

Chine

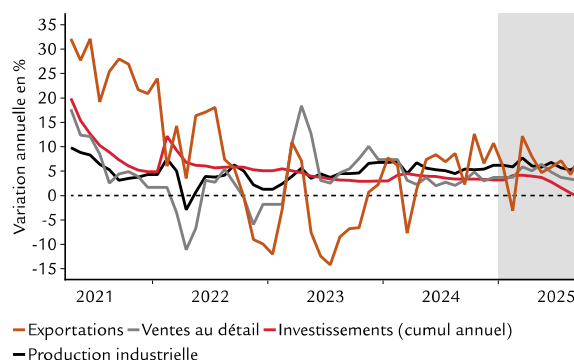
Pékin affirme sa position de force au plan commercial

Au 3^e trimestre 2025, l'économie chinoise a progressé de 4,8% par rapport à l'année dernière, en ligne avec nos attentes. Les investissements et la consommation ont déçu, mais la Chine affiche une solidité remarquable côté exportations. En septembre, elles ont augmenté de plus de 8% par rapport à l'année précédente, malgré des *tariffs* de 40%. De plus, la production industrielle dans le secteur high-tech accélère franchement. Récemment achevé, le quatrième plénum – une réunion annuelle majeure de cadres du Parti communiste – a confirmé la poursuite de la Chine dans cette voie. Aujourd'hui déjà, la domination de la Chine dans différents secteurs est une réalité, en particulier dans les terres rares. Dès les années 1980, sous la férule de Deng Xiaoping, le pays avait commencé à investir stratégiquement dans leur extraction et leur raffinage. Résultat : la Chine (avec la mine qu'elle contrôle en Birmanie) capte plus de 98% des gisements mondiaux de terres rares dites « lourdes », essentielles pour l'industrie de la défense et les aimants haute performance. De plus, Pékin contrôle 90% des capacités mondiales de raffinage. Même si nous ne pouvons pas exclure d'escalade temporaire dans le conflit commercial, la Chine est en position de force et les Etats-Unis ne pourront pas miser sur un découplage complet à court terme, et seront forcés de faire des compromis.

Repli de la pression déflationniste

En base annuelle, l'inflation des prix à la production comme à la consommation reste négative en septembre, même si la déflation ralentit. Concernant les prix à la production, la campagne anti-involution pour endiguer une concurrence excessive a permis de stabiliser la situation. Le recul des prix de l'alimentation explique en grande partie le repli de ceux à la consommation. Ajustée de ces composantes, l'inflation sous-jacente est toutefois en territoire positif, à 1%.

Chine : principaux indicateurs économiques



Sources : Macrobond, Swiss Life Asset Managers. Dernier point de données : 09/2025

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'exhaustivité et à l'exactitude 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, I. tv, 1265 København K.