

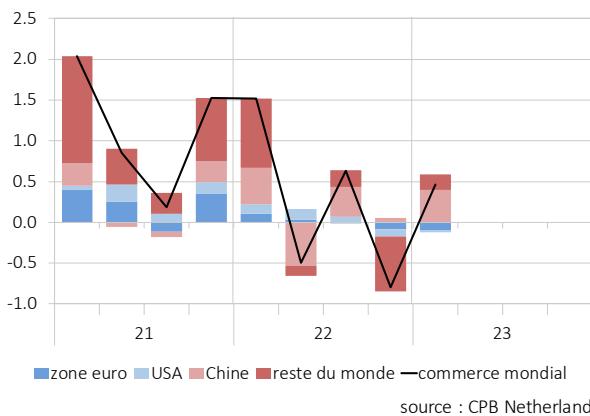
Environnement international et monétaire

Économie mondiale

Au 1^{er} trimestre 2023, dans un contexte d'inflation élevée et de hausse des taux d'intérêt, la croissance du PIB a été relativement faible dans la plupart des pays industrialisés, mais elle a été meilleure que ne le laissent présager de nombreux indicateurs avancés et indicateurs de confiance. La consommation en Europe est restée faible sur fond d'inflation élevée. Toutefois, l'investissement en biens d'équipement s'est redressé, tant en Europe que dans d'autres régions, principalement en raison de l'atténuation des difficultés d'approvisionnement au niveau mondial. En revanche, l'activité de construction a de nouveau ralenti dans certains pays, freinée par la hausse des taux d'intérêt. En Chine, la fin de la politique du zéro Covid a entraîné une forte accélération de l'activité économique. La Chine a ainsi contribué de manière décisive à l'augmentation de la production industrielle mondiale (graphique 35).

graphique 35 : Production industrielle mondiale, contributions à la croissance

valeurs réelles désaisonnalisées, par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage



Les indicateurs de confiance laissent entrevoir une évolution moins dynamique dans un avenir proche : en mai, les indices des directeurs d'achat (PMI) pour l'industrie

manufacturière sont restés en dessous du seuil d'expansion en de nombreux endroits. En revanche, les PMI du secteur des services indiquent une nouvelle hausse de l'activité économique. Dans les grands pays industrialisés, la situation sur le marché du travail reste très favorable, ce qui devrait soutenir l'activité. Par ailleurs, la situation de l'approvisionnement énergétique en Europe a récemment continué de s'améliorer. Les prix du gaz naturel et de l'électricité sur les marchés de gros européens ont continué à fléchir fin mai 2023. Le prix du pétrole était également plus bas à la fin du mois de mai qu'au 1^{er} trimestre. Les pressions inflationnistes sont toutefois restées élevées, notamment parce que la hausse des prix s'est généralisée dans les grands pays industrialisés et devrait se poursuivre sur une période prolongée. En outre, l'orientation plus restrictive de la politique monétaire internationale devrait continuer à freiner la demande au cours des prochains trimestres. Dans l'ensemble, le groupe d'experts¹⁵ confirme pour l'essentiel ses prévisions de croissance de la demande mondiale.

Zone euro

Dans la **zone euro**, le PIB a diminué de 0,1 % au 1^{er} trimestre 2023 (graphique 36).¹⁶ Tant la consommation privée que la consommation publique ont reculé. L'investissement et le commerce extérieur ont toutefois donné des impulsions positives. Le PIB s'était déjà contracté au trimestre précédent et la zone euro est désormais en récession technique.

En **Allemagne**, le PIB a baissé de 0,3 % (graphique 37). Cette évolution résulte d'une forte diminution de la consommation privée et publique. L'Allemagne est également entrée en récession technique après avoir enregistré un recul au trimestre précédent. En **Italie**, en revanche, la croissance a été forte (0,6 %), principalement soutenue par une solide demande intérieure. Tant la consommation que l'investissement ont augmenté. En **Espagne** (0,5 %), le net recul des dépenses de consomma-

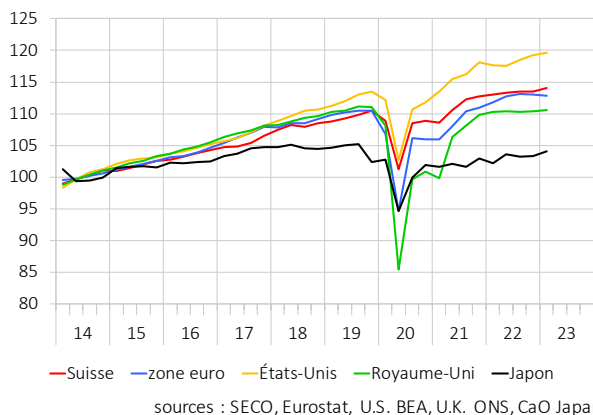
¹⁵ Prévisions du Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions conjoncturelles : v. <https://www.seco.admin.ch/previsions-conjoncturelles>.

¹⁶ Sauf indication contraire, les commentaires ci-après se réfèrent, pour tous les pays, aux séries réelles et désaisonnalisées en comparaison avec le trimestre précédent ainsi qu'aux valeurs désaisonnalisées du marché du travail.

tion a été largement compensé par une forte contribution extérieure et une reprise des investissements. En **France**, malgré les grèves du 1^{er} trimestre, le PIB a légèrement augmenté (0,2 %) grâce à la vigueur des exportations. Le marché intérieur a donné une impulsion légèrement négative : alors que l'investissement a généralement diminué, les dépenses de consommation n'ont fait que stagner.

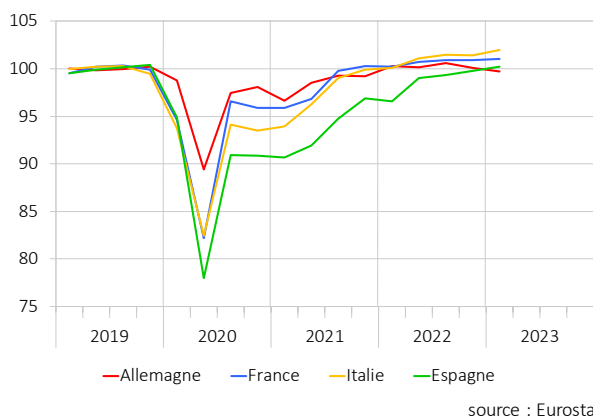
graphique 36 : PIB, comparaison internationale

valeurs réelles désaisonnalisées (Suisse : corrigées des événements sportifs), moyenne de 2014 = 100



graphique 37 : PIB, divers pays de la zone euro

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2019 = 100



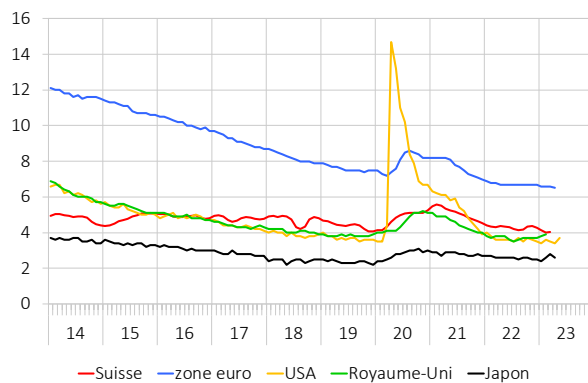
La situation sur le marché du travail est restée favorable : le taux de chômage dans la zone euro est tombé à un niveau record de 6,5 % en avril (graphique 38). Le chômage a également baissé en Italie (7,8 %) et en Espagne (12,7 %), tandis qu'il a stagné en Allemagne (2,9 %) et en France (7,0 %).

Les indicateurs usuels dressent un tableau hétérogène de l'économie de la zone euro. Le PMI de l'industrie est tombé à 44,8 points en mai, soit bien en dessous du seuil d'expansion de 50 points. Le PMI du secteur des services s'est également affaibli mais, à 55,9 points, continue d'indiquer une forte croissance dans ce secteur. L'indicateur du climat économique s'est détérioré depuis le début de

l'année et reste inférieur à sa moyenne à long terme. Seule la confiance des consommateurs s'est légèrement améliorée (graphique 39), mais elle reste nettement inférieure à sa moyenne à long terme. En revanche, les sous-composantes de l'industrie, des services et du commerce de détail ont enregistré une baisse.

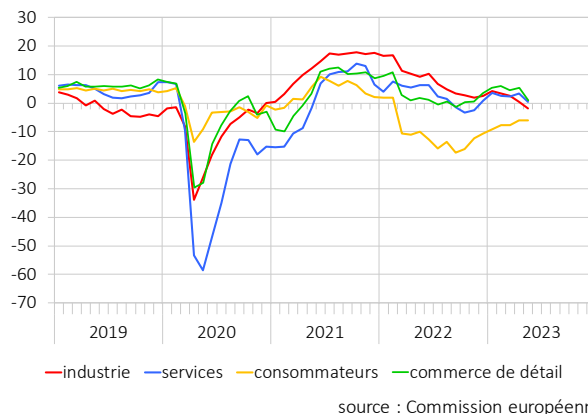
graphique 38 : Chômage, comparaison internationale

taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %



graphique 39 : Indicateurs de confiance, zone euro

sous-composantes de l'Economic Sentiment Indicator, soldes, valeurs désaisonnalisées et corrigées de la valeur moyenne



La situation énergétique en Europe a continué à se détendre au cours des derniers mois : le niveau de remplissage des réservoirs de gaz en Europe était proche de 70 % à la fin du mois de mai, ce qui constitue un niveau historiquement élevé. Cela a entraîné une baisse significative des prix de gros du gaz naturel et de l'électricité. Fin mai, ils étaient aussi bas qu'à mi-2021. En conséquence, l'inflation a continué de baisser ces derniers mois, mais elle reste élevée et pèse sur la consommation des ménages. En outre, le resserrement de la politique monétaire devrait avoir un effet modérateur. En revanche, la prolongation par la Commission européenne de la suspension des règles budgétaires pour les États membres jusqu'à fin 2023 et les versements des fonds du plan de relance « Next Generation EU » devraient avoir

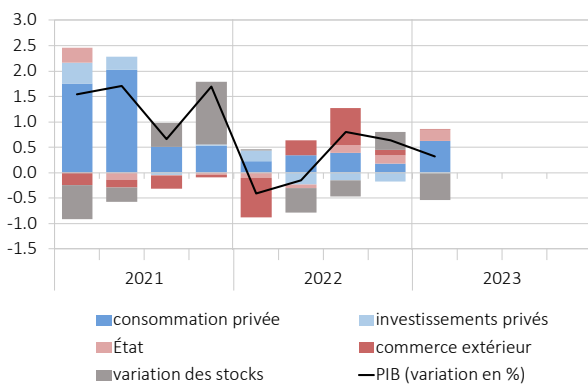
un effet de soutien. Conformément à son annonce précédente, le groupe d'experts prévoit une croissance faible en 2023. En 2024, la croissance du PIB devrait à nouveau s'accroître.

États-Unis

Aux États-Unis, le PIB n'a augmenté que de 0,3 % au 1^{er} trimestre 2023 (graphique 40). Ce ralentissement s'explique principalement par une contribution négative des stocks. Le reste de la demande intérieure a été robuste : tant la consommation privée que la consommation publique ont ainsi nettement progressé au 1^{er} trimestre. L'investissement n'a que légèrement reculé après les fortes baisses des périodes précédentes. Outre la construction résidentielle, les investissements dans les véhicules et les machines ont également diminué. En revanche, les investissements des entreprises dans le secteur de la construction ont continué de croître à un rythme très élevé. Le commerce extérieur n'a pas donné d'impulsion notable au 1^{er} trimestre.

graphique 40 : Contributions des composantes au PIB, États-Unis

valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage



source : U.S. BEA

La situation sur le marché du travail reste favorable : en mai, l'emploi a de nouveau nettement progressé, en particulier dans les secteurs des loisirs, de la restauration, de la santé et des services aux entreprises. En revanche, le chômage est reparti à la hausse pour atteindre près de 6,1 millions de personnes, soit un taux de 3,7 %.¹⁷ Les tensions sur le marché du travail n'ont que peu diminué et la demande de main-d'œuvre dépasse toujours nettement l'offre : en avril, plus de 10 millions de postes étaient à pourvoir, essentiellement dans les secteurs des loisirs, de la restauration, de la santé, des transports et des services aux entreprises. En conséquence, l'évolution des salaires nominaux reste forte. En mai, les salaires étaient supérieurs de 4,3 % à leur niveau de l'année précédente. Les prix à la consommation ont augmenté de

4,9 %, si bien que les salaires réels ne sont plus qu'en léger recul par rapport à l'année précédente.

Les indicateurs réels sont restés positifs jusqu'à tout récemment. Les chiffres d'affaires du commerce de détail, hors véhicules et carburants, ont fortement progressé en avril et la production industrielle est repartie à la hausse malgré une faible production d'énergie en raison des conditions météorologiques. Les perspectives se sont toutefois quelque peu assombries : l'indice PMI de l'industrie manufacturière est repassé sous le seuil de croissance en mai. Le climat de consommation de l'Université du Michigan s'est également détérioré en mai, atteignant son niveau le plus bas depuis six mois. En revanche, le PMI du secteur des services a continué de progresser pour atteindre 55,1 points.

Le renchérissement élevé et le resserrement de la politique monétaire devraient par la suite peser sur la consommation et l'investissement, en particulier dans le secteur immobilier. Parallèlement, l'effet de soutien du marché du travail devrait progressivement s'estomper à mesure que l'économie ralentit. Les efforts en cours pour développer les infrastructures et les énergies renouvelables devraient toutefois jouer un rôle favorable. Compte tenu de l'amélioration de la situation en début d'année, le groupe d'experts a revu à la hausse sa prévision de croissance du PIB pour 2023. Pour 2024, les prévisions sont toutefois un peu moins positives.

Chine

Le PIB de la Chine a connu une expansion de 4,5 % au 1^{er} trimestre par rapport au même trimestre de l'année précédente (graphique 41). La fin de la politique du zéro Covid en décembre 2022 a entraîné une hausse rapide de l'activité économique : la hausse des dépenses de consommation des ménages et les investissements dans les infrastructures ont été les principaux soutiens, tandis que le commerce extérieur n'a guère apporté de contribution en comparaison annuelle.

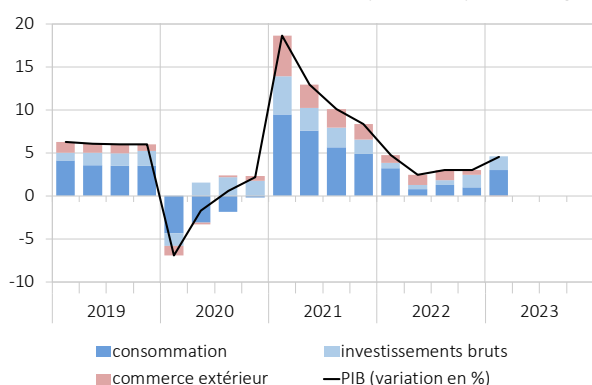
Les indicateurs actuels suggèrent que la plupart des effets de rattrapage ont déjà eu lieu : par exemple, les données du métro de Shanghai montrent que le niveau d'avant la pandémie, soit plus de 10 millions de passagers quotidiens, a déjà été atteint. Le PMI du secteur des services est en baisse depuis mars mais il indique toujours une expansion. En revanche, le PMI de l'industrie manufacturière reste en dessous du seuil de croissance depuis avril. Le secteur de l'immobilier continue lui aussi de ralentir : l'activité de construction a continué de baisser de manière très nette en comparaison annuelle. Toutefois, les prix des logements ont augmenté pour la première

¹⁷ Le rapport mensuel sur le marché du travail est collecté par le Bureau of Labor Statistics au moyen de deux enquêtes (auprès des ménages et des entreprises) : des évolutions divergentes peuvent se dégager de ces différentes sources d'enquête.

fois ces derniers mois, ce qui indique une certaine stabilisation du secteur. En raison de la reprise rapide au 1^{er} trimestre, le groupe d'experts révisé légèrement à la hausse ses prévisions de croissance du PIB pour 2023. En 2024, la croissance économique chinoise devrait revenir à la normale.

graphique 41 : Contributions des composantes au PIB, Chine

valeurs réelles, variation sur un an, en points de pourcentage



source : NBS Chine

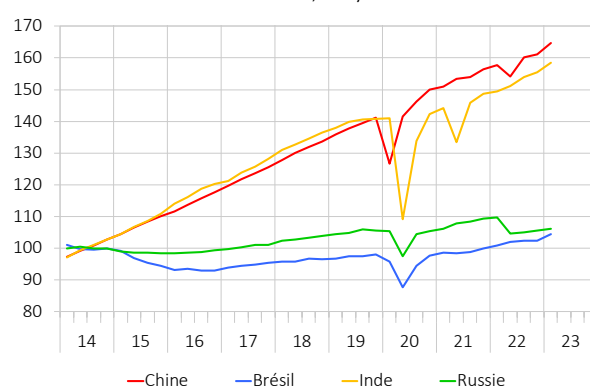
Autres pays

Au **Royaume-Uni**, le PIB a augmenté de 0,1 % au 1^{er} trimestre. L'investissement a été le principal moteur de cette croissance, les incitations fiscales ayant expiré fin mars. En revanche, les investissements dans la construction de logements ont continué de diminuer. La consommation privée n'a guère donné d'impulsion. Elle n'a progressé que très faiblement sous l'effet d'un renchérissement toujours élevé. La consommation publique a fortement chuté, notamment dans les secteurs de l'éducation et de l'administration publique, où les grèves se sont multipliées au 1^{er} trimestre. Le commerce extérieur a également donné des impulsions négatives : certes, les importations ont nettement chuté. Mais la baisse des exportations a été encore plus marquée, notamment pour l'or non monétaire et les exportations de services. En mai, les PMI ont de nouveau reculé et la confiance des consommateurs est restée nettement inférieure à sa moyenne à long terme. Bien que les prix de l'énergie aient baissé, l'inflation a atteint 8,7 % en avril, ce qui reste nettement supérieur à l'objectif de la banque centrale. Le resserrement de la politique monétaire et les hausses d'impôts prévues sur la période de prévision devraient avoir un effet modérateur. Compte tenu de la croissance enregistrée en début d'année et sur la base des données révisées pour 2022, le groupe d'experts prévoit pour 2023 une croissance du PIB faible mais positive. La poursuite de la reprise en 2024 devrait également être modeste.

Au **Japon**, le PIB a augmenté de 0,4 % au 1^{er} trimestre selon les estimations préliminaires (graphique 42). La consommation privée, en particulier dans le secteur des services, s'est accrue à mesure que se poursuivait la reprise après la pandémie de coronavirus. L'atténuation progressive des difficultés d'approvisionnement au niveau international s'est traduite par une nette augmentation des investissements, notamment dans les automobiles et les camions. En revanche, le commerce extérieur a exercé un effet de frein. Les indicateurs au Japon montrent que la reprise se poursuit : l'indice PMI de l'industrie manufacturière a dépassé le seuil de croissance en mai pour la première fois depuis octobre. La confiance dans le secteur des services a continué de se redresser, atteignant une valeur record. Le climat de consommation se redresse lui aussi lentement, mais il reste inférieur à sa moyenne à long terme. L'assouplissement continu des politiques monétaire et fiscale devrait en outre avoir un effet de soutien. Le groupe d'experts continue de tabler sur une croissance modérée de l'économie japonaise en 2023 et 2024.

graphique 42 : Contributions des composantes au PIB, Chine

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2014 = 100



sources : NBS Chine, IBGE, OCDE, Rosstat (désaisonn. pour la Russie : SECO)

En **Inde**, le PIB a vraisemblablement augmenté de 1,8 % au 1^{er} trimestre (graphique 42). Les indicateurs usuels continuent de pointer vers une forte croissance au cours des prochains trimestres, principalement soutenue par la consommation privée et l'investissement. En **Russie**, la croissance du PIB devrait encore s'accélérer au 1^{er} trimestre grâce à une consommation robuste et à une hausse des investissements. Le climat de confiance des entreprises dans l'industrie manufacturière et le secteur des services indique une poursuite de l'expansion au cours des prochains trimestres. Les perspectives restent toutefois modérées : à moyen terme, les sanctions, l'accélération de l'émigration des Russes, jeunes pour la plupart, et le départ de nombreuses entreprises étrangères devraient limiter considérablement le potentiel de crois-

sance. Le PIB du **Brésil** a connu une croissance particulièrement forte d'environ 1,9 % au 1^{er} trimestre. Cela s'explique, côté production, par une croissance considérable du secteur agricole, alors que l'industrie a reculé et que le secteur des services n'a que faiblement progressé. Les indicateurs de confiance ont certes connu une légère amélioration récemment, mais il ne faut guère s'attendre

Cadre monétaire

Prix au niveau international

Au printemps, l'inflation a continué de baisser dans la plupart des pays en raison de la réduction continue des prix de l'énergie. De nombreux pays européens ont enregistré un repli particulièrement important de l'inflation. En effet, outre le prix du pétrole brut, les prix du gaz et de l'électricité dans le commerce de gros européen sont nettement inférieurs à ceux de l'année précédente (graphique 43), or cette évolution a des répercussions directes sur les ménages. En revanche, l'inflation sous-jacente – qui exclut les composantes volatiles que sont l'énergie et les produits frais – est restée élevée dans de nombreux pays jusqu'en avril (graphique 44). Alors que le renchérissement des produits industriels (hors énergie) a ralenti en de nombreux endroits, notamment grâce à l'atténuation des difficultés d'approvisionnement, il a eu tendance à augmenter dans les services. Les pressions inflationnistes restent donc élevées.

graphique 43 : Prix du gaz naturel sur le marché de gros européen

Natural Gas, ICE Dutch TTF, EUR/MWh



source : Intercontinental Exchange (ICE)

Dans la **zone euro**, l'inflation a reculé de 2,4 points de pourcentage en trois mois, passant de 8,5 % en février à 6,1 % en mai (graphique 44). La contribution de l'énergie, à elle seule, a baissé de 1,7 point de pourcentage et est devenue légèrement négative en mai (-0,1 point de pourcentage). En outre, le renchérissement des produits industriels a reculé. Celui des produits alimentaires a lui aussi légèrement diminué, bien qu'il se soit maintenu à

à une nouvelle hausse importante. Pour l'agrégat des **pays du Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts révisé à la hausse son hypothèse pour 2023. En 2024, la croissance devrait rester inférieure à la moyenne historique.

un niveau élevé à deux chiffres (avril : +15,0 %). En revanche, les taux de renchérissement ont augmenté dans les services liés au tourisme, comme le secteur de l'hôtellerie et de la restauration (avril : +8,8 %). Outre les effets secondaires de la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, ce secteur est confronté à des augmentations de salaires. Néanmoins, la forte demande permet de répercuter facilement les coûts sur les clients finaux. Pour la première fois depuis deux ans, l'inflation sous-jacente a baissé de manière notable en mai (-0,3 point de pourcentage). Elle reste toutefois inhabituellement élevée, à 5,3 %.

Au **Royaume-Uni**, l'inflation a également reculé de 1,4 point de pourcentage au cours des trois derniers mois, pour atteindre 8,7 % en avril. Elle reste donc élevée en comparaison internationale (graphique 44). Cela tient, d'une part, au fait que le renchérissement des denrées alimentaires est resté pratiquement inchangé (avril : +19,1 %) et, d'autre part, à une nette augmentation de l'inflation sous-jacente (avril : 6,8 %). Outre les services (notamment dans le domaine de la culture et des loisirs), une augmentation des taxes sur le tabac est à l'origine de cette hausse.

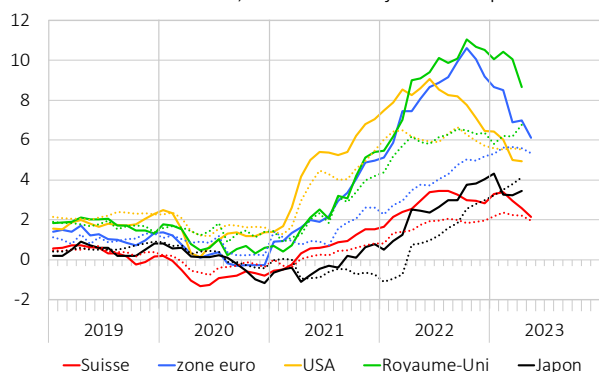
Aux **États-Unis**, l'inflation a également enregistré un recul marqué, atteignant 4,9 % (-1,5 point de pourcentage depuis janvier). Une fois de plus, les prix de l'énergie ont été la principale cause de cette baisse. Désormais, l'énergie contribue même négativement à l'inflation (avril : -0,3 point de pourcentage). L'inflation des produits alimentaires a également diminué, renouant avec un taux à un chiffre (avril : 7,5 %). L'inflation sous-jacente, en revanche, est restée quasiment inchangée (avril : +5,5 %). Alors que les taux de renchérissement ont diminué dans le secteur de la santé, ils ont encore légèrement augmenté dans l'important groupe de dépenses que sont les loyers. Dans l'ensemble, aux États-Unis, l'inflation sous-jacente a été, en avril, supérieure au taux global.

Ce fut également le cas au **Japon**. Là aussi, l'inflation est passée de 4,2 %, en janvier, à 3,5 % en avril. Parallèlement, le taux de base a augmenté de 0,9 point de pourcentage pour atteindre 4,1 % en avril.

Le recul des prix du pétrole et du gaz a également fait baisser l'inflation en **Suisse** depuis février (mai : 2,2 %). Après la hausse des tarifs de l'électricité en janvier, la contribution de l'énergie a nettement faibli. De plus, l'inflation sous-jacente a récemment diminué. En mai, elle s'est établie à 1,9 %, passant ainsi sous la barre des 2 % pour la première fois depuis le début de l'année.

graphique 44 : Inflation et inflation sous-jacente

variation sur un an en %, inflation sous-jacente en pointillé



sources : OFS, Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, Statistics Japan

Politique monétaire

La **Banque nationale suisse** (BNS) a continué de resserrer sa politique monétaire à mi-mars en augmentant une nouvelle fois son taux directeur de 50 points de base, à 1,5 % (graphique 45). Le but de cette quatrième hausse de taux depuis juin 2022 est de contrer les pressions inflationnistes accrues. Cependant, la BNS a annoncé que des hausses de taux supplémentaires n'étaient pas à exclure si elles s'avéraient nécessaire pour assurer la stabilité des prix à moyen terme. La BNS reste également prête à intervenir sur le marché des changes afin de garantir des conditions monétaires adéquates. Depuis quelques trimestres, les ventes de devises jouent un rôle de premier plan.

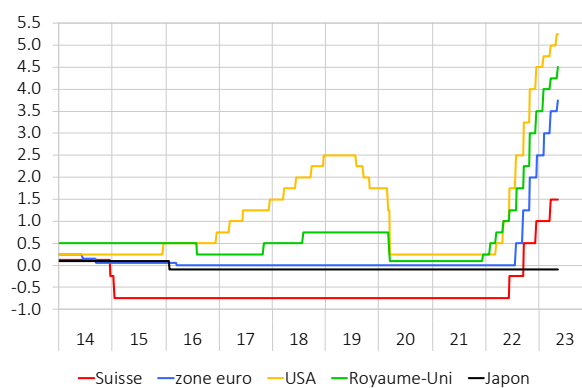
Pour lutter contre l'inflation, la **Banque centrale européenne** (BCE) a de nouveau relevé son taux directeur de 50 points de base en mars, le faisant passer de 3,0 % à 3,5 %. Début mai, une nouvelle hausse de taux a suivi, le portant à 3,75 %, son niveau le plus élevé depuis 2008. Même si l'inflation totale a diminué ces derniers mois, la BCE estime que les pressions sous-jacentes sur les prix restent élevées. Elle continue de viser un retour rapide de l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme.

La **Réserve fédérale américaine** (Fed) a récemment maintenu le cap de sa politique monétaire en relevant son taux directeur de 4,75 % à 5,25 % en deux étapes, en mars et en mai. Début mai, les marchés ont estimé que le taux directeur avait atteint son point culminant et qu'il serait progressivement abaissé à partir du second semestre. La Fed a toutefois réaffirmé son intention de

ramener le taux d'inflation à l'objectif de 2 % en moyenne.

graphique 45 : Taux d'intérêt de référence

en %



sources : BNS, BCE, Fed, BoE, BoJ

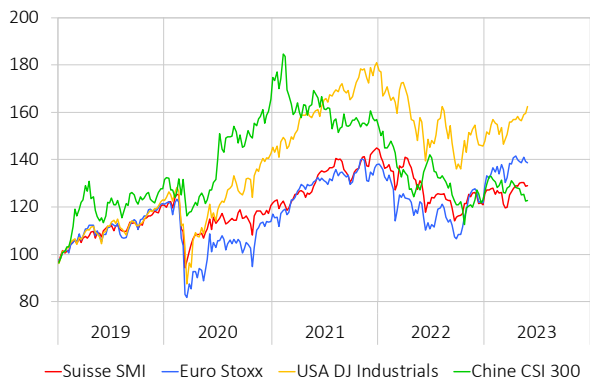
Face à la persistance des pressions inflationnistes, la **Banque d'Angleterre** (BoE) a également décidé de procéder à deux hausses de taux de 25 points de base chacune, en mars et en mai, pour atteindre désormais 4,5 %. La banque centrale prévoit que les taux d'intérêt augmenteront encore de 25 points de base d'ici à la fin de l'année, avant d'amorcer une baisse progressive. En revanche, la **Banque du Japon** (BoJ) a laissé son taux directeur inchangé à -0,1 % malgré la hausse du renchérissement.

Marchés des actions

Depuis le début de l'année, les marchés des actions des pays industrialisés ont connu une évolution globalement positive, malgré une certaine volatilité (graphique 46). Ainsi, fin mai, les principaux indices boursiers de la Suisse, de la zone euro et des États-Unis étaient respectivement supérieurs de 7 %, 14 % et 12 % à leurs niveaux respectifs en début d'année. Cette évolution s'inscrit dans un contexte de baisse plus marquée de l'inflation et d'une économie réelle globalement plus performante que prévu. En revanche, les marchés des actions chinois ont perdu du terrain ces derniers mois en raison de l'incertitude croissante quant aux perspectives économiques et géopolitiques.

graphique 46 : Marchés des actions

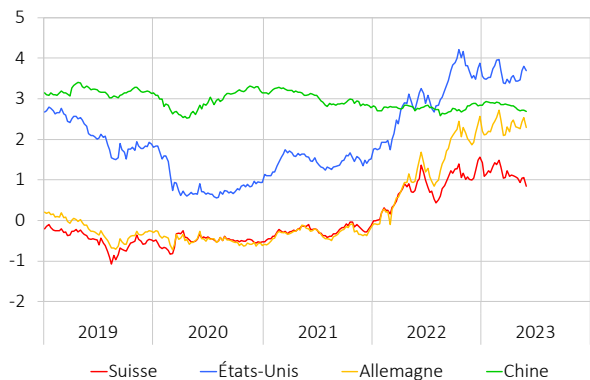
moyenne de janvier 2019 = 100



sources : SWX, Stoxx, S&P Dow Jones, CSI

Marchés des capitaux

Au cours des derniers mois, les rendements des obligations d'État à 10 ans des États-Unis et de l'Allemagne ont connu une évolution latérale volatile (graphique 47). En Suisse, cependant, les rendements ont eu tendance à baisser. La demande accrue de valeurs refuges dans le contexte des incertitudes du secteur bancaire et des turbulences qui en ont résulté sur les marchés financiers a probablement contribué à cette évolution. En Chine, les rendements des obligations à dix ans ont légèrement baissé depuis le début de l'année, mais ils restent stables en comparaison internationale.

graphique 47 : Rendement des emprunts d'État à 10 ans en %

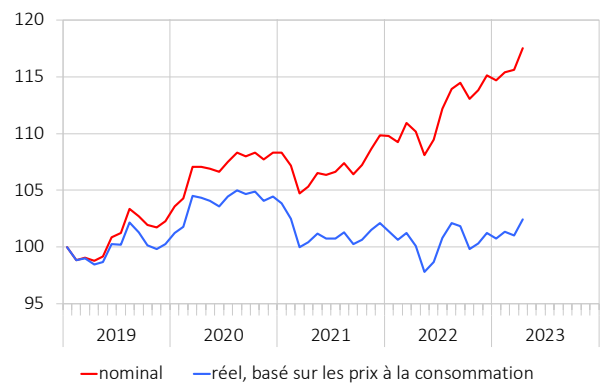
source : Macrobond Financial AB

Cours de change

Au cours des derniers mois, le franc suisse a continué de s'apprécier en termes nominaux, atteignant un nouveau sommet en avril (graphique 48). Cela reflète la tendance à long terme du franc suisse à l'appréciation nominale. En termes réels – c'est-à-dire corrigés du différentiel d'inflation entre la Suisse et ses principaux partenaires commerciaux – le franc suisse ne s'est que légèrement apprécié au cours des derniers mois : en avril, l'indice réel du taux de change était légèrement supérieur à la moyenne des deux dernières années. Mesurée à cette aune, la compétitivité-prix des entreprises suisses n'a guère connu de changement.

graphique 48 : Indices du cours de change effectif du franc suisse

janvier 2019 = 100



source : BNS