

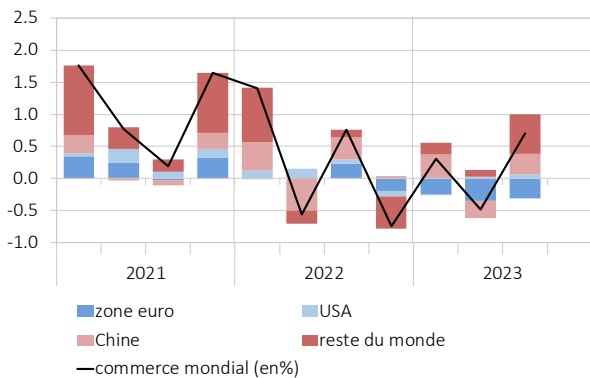
# Environnement international et monétaire

## Économie mondiale

Jusqu'à récemment, la croissance de l'économie mondiale a été inférieure à la moyenne.<sup>19</sup> Au 3<sup>e</sup> trimestre 2023, la croissance cumulée des grandes zones économiques, notamment aux États-Unis et en Chine, a toutefois été légèrement plus forte que prévu. Une grande hétérogénéité a été observée entre les secteurs et les pays. L'industrie de la zone euro a poursuivi sa mauvaise performance tandis que la production industrielle a reculé au Japon ; la Chine et les autres pays asiatiques ont donné une forte impulsion au secteur industriel (graphique 33). Aux États-Unis, le dynamisme de l'industrie manufacturière s'est légèrement renforcé et le PIB a connu une croissance très soutenue.

### graphique 33 : Production industrielle mondiale, contributions à la croissance

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



source : CPB Netherlands

La diversité des tendances entre les secteurs et les pays se reflète également dans les indicateurs de confiance. Ainsi, dans de nombreux pays, les indices des directeurs d'achat (PMI) pour l'industrie manufacturière sont restés en dessous du seuil d'expansion en novembre. En revanche, les PMI du secteur des services se situaient juste au-dessus dans de nombreux pays, ce qui indique une poursuite de l'expansion, même si elle est faible. Bien

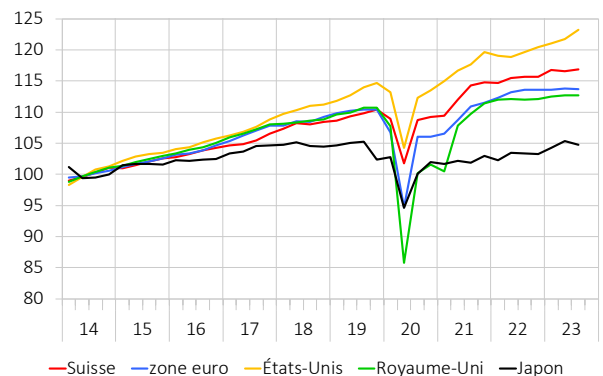
que la situation sur les marchés du travail se soit récemment détériorée dans de nombreux pays, elle reste positive en comparaison historique et pourrait avoir un effet de soutien. De même, la récente baisse des prix du pétrole devrait raffermir quelque peu le pouvoir d'achat des ménages. Cependant, les prix de nombreux autres biens et services continuent d'augmenter et devraient rester élevés pendant encore un certain temps.<sup>20</sup>

### Zone euro

Dans la zone euro, le PIB a cessé de croître au 3<sup>e</sup> trimestre 2023, après avoir augmenté de 0,2 % au trimestre précédent (graphique 34). Il est probable que le commerce extérieur ait joué un rôle de frein. En revanche, l'investissement et, dans une certaine mesure, la consommation devraient avoir donné des impulsions positives.<sup>21</sup>

### graphique 34 : PIB, comparaison internationale

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



sources : SECO, Eurostat, U.S. BEA, U.K. ONS, CaO Japan

En **Allemagne**, le PIB a également reculé de 0,1 % (graphique 35). En particulier, les dépenses de consommation des ménages ont diminué. En revanche, les investissements en équipement ont donné une impulsion positive.

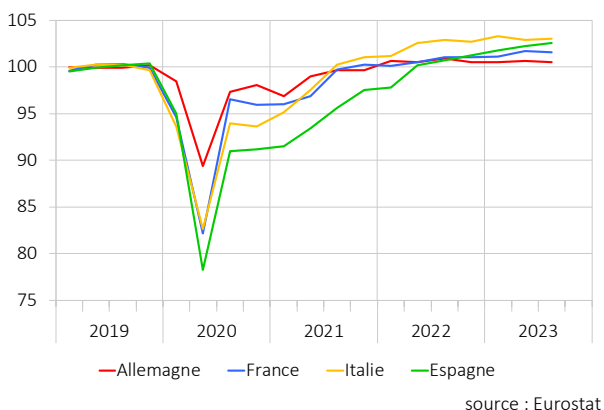
<sup>19</sup> Sauf mention contraire, sont commentés ci-dessous les taux de croissance par rapport au trimestre précédent des agrégats économiques réels et désaisonnalisés, ainsi que les données désaisonnalisées du marché du travail. Mise à jour des données : 11 septembre 2023.

<sup>20</sup> Prévisions du Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions conjoncturelles : v. <https://www.seco.admin.ch/prévisions-conjoncturelles>.

<sup>21</sup> Les détails sur les composantes des dépenses seront publiés le 7 décembre, après la finalisation du présent rapport.

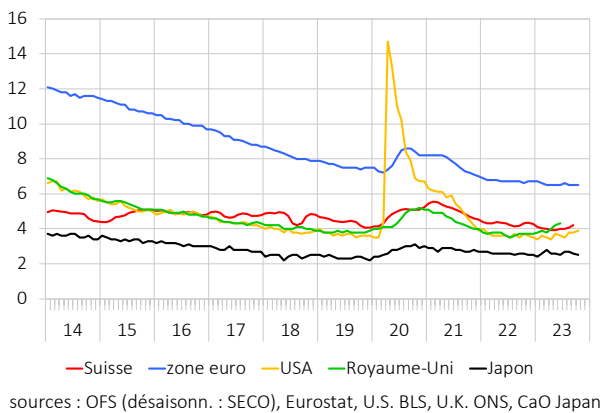
tive. En **France** (-0,1 %), le PIB a légèrement reculé malgré une reprise des dépenses de consommation et une nouvelle augmentation des investissements. Le commerce extérieur et les variations de stocks ont exercé un effet de frein. En **Italie** (0,1 %), le PIB a légèrement augmenté : la consommation et le commerce extérieur ont certes donné une impulsion positive, mais celle-ci a été compensée par une contribution négative des stocks. En **Espagne** (0,3 %), la forte hausse des dépenses de consommation a été partiellement contrebalancée par la faiblesse du commerce extérieur et le ralentissement de la construction résidentielle.

**graphique 35 : PIB, divers pays de la zone euro**  
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2019 = 100



La situation sur le marché du travail est restée bonne : le taux de chômage dans la zone euro s'est maintenu, en octobre, au niveau historiquement bas de 6,5 % (graphique 36). Tandis que le taux de chômage est resté stable à des niveaux bas en Allemagne (3,1 %), en France (7,3 %) et en Espagne (12,0 %), il a légèrement augmenté en Italie (7,8 %).

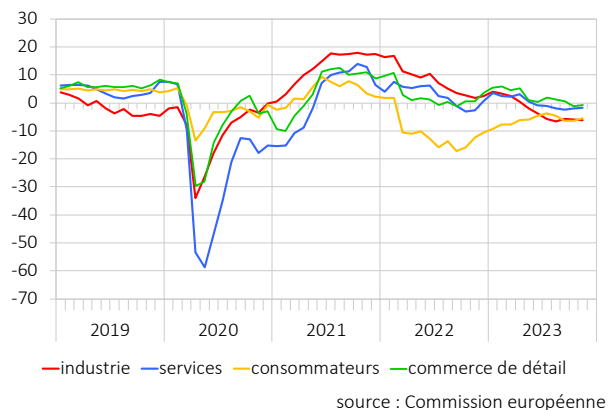
**graphique 36 : Chômage, comparaison internationale**  
taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %



Les indicateurs usuels sont actuellement en recul. La production industrielle de la zone euro a largement baissé en septembre et les chiffres d'affaires du commerce de

détail ont également diminué, en particulier en Allemagne. Seule la production dans le secteur de la construction a donné une impulsion positive en septembre. Les perspectives restent sombres : en novembre, les PMI de l'industrie, de la construction et des services sont restés en dessous du seuil d'expansion de 50 points, ce qui témoigne d'une baisse de l'activité économique dans ces secteurs. L'indicateur du climat économique s'est récemment quelque peu redressé mais, avec 93,8 points en novembre, il reste très bas en comparaison historique. Aucune sous-composante ne présente un véritable effondrement comparable à celui de 2020 ou à la crise financière de 2009 (graphique 37).

**graphique 37 : Indicateurs de confiance, zone euro**  
sous-composantes de l'Economic Sentiment Indicator, soldes, valeurs désaisonnalisées et corrigées de la valeur moyenne



Les perspectives sont mitigées. Si les limitations du côté de l'offre, dues à la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et aux difficultés d'approvisionnement, ont continué à se dissiper, l'industrie subit une pression croissante du côté de la demande, que l'inflation encore élevée et le resserrement de la politique monétaire continuent de freiner. En revanche, la situation favorable sur le marché du travail devrait exercer un effet de soutien. Les versements des fonds du plan de relance « Next Generation EU » devraient également donner une impulsion positive. Fin novembre, les réserves de gaz étaient abondantes, avec un taux de remplissage de près de 99 %, et les prix de l'énergie étaient nettement inférieurs aux niveaux de l'automne dernier. Le groupe d'experts prévoit, comme précédemment, une croissance faible en 2023 et une légère accélération en 2024. Le PIB devrait ensuite augmenter plus rapidement en 2025, en raison de la reprise de l'économie mondiale et d'une politique monétaire moins restrictive.

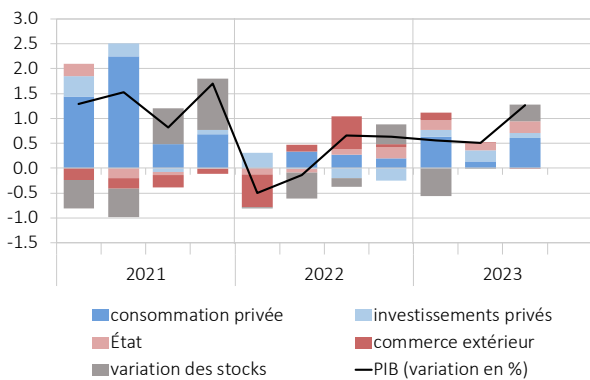
### États-Unis

Aux **États-Unis**, la croissance du PIB s'est accélérée au 3<sup>e</sup> trimestre 2023 pour atteindre 1,3 % (graphique 38). La consommation privée en a été l'un des principaux moteurs : tant les biens que les services ont fait l'objet d'une

demande accrue. La consommation publique, notamment les dépenses de défense, a également augmenté de manière considérable. La variation des stocks a elle aussi donné une impulsion positive. Pour la première fois après plusieurs trimestres de baisse, la construction résidentielle est repartie à la hausse. En revanche, les autres investissements ont diminué, tandis que le commerce extérieur n'a pas donné d'impulsion : les exportations ont certes considérablement augmenté, mais les importations se sont également redressées, à l'image de la forte évolution de la demande de consommation.

### graphique 38 : 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 s'est quelque peu détériorée en octobre : l'emploi a certes de nouveau progressé, principalement dans les secteurs de la santé, de la formation et de la construction ainsi que dans le secteur public, mais à un rythme nettement plus lent qu'auparavant. Le taux de chômage a, quant à lui, légèrement augmenté pour atteindre 3,9 %. La demande de main-d'œuvre reste toutefois nettement supérieure à l'offre. La croissance des salaires horaires a continué de ralentir, mais elle est restée, en octobre, avec un taux de 5,2 % en glissement annuel, supérieure au taux d'inflation de 3,2 % ; les salaires réels ont donc augmenté par rapport à l'année précédente.

Les indicateurs réels ont affiché une image mitigée jusqu'à présent. Les chiffres d'affaires du commerce de détail, hors véhicules et carburants, ont légèrement progressé en octobre, de même que les projets de construction. En revanche, la production industrielle a reculé, notamment en raison des grèves dans le secteur automobile. Les indicateurs de confiance donnent également des signaux mitigés : le PMI du secteur des services a légèrement augmenté, indiquant une légère expansion dans le secteur. En revanche, le PMI de l'industrie manufacturière est légèrement passé sous le seuil d'expansion en novembre. Le climat de consommation de l'Université du

Michigan s'est également dégradé en novembre, atteignant son niveau le plus bas depuis mai.

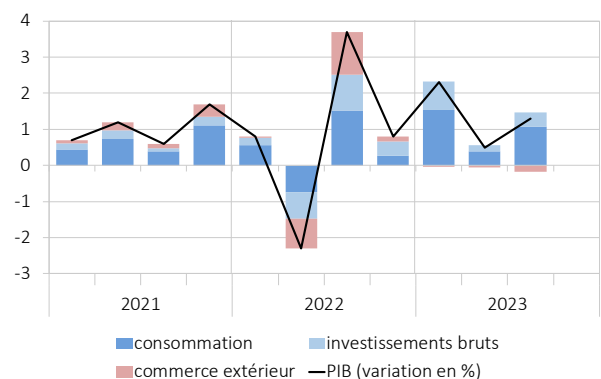
La croissance du PIB devrait évoluer à un rythme inférieur à la moyenne au cours des prochains trimestres. En effet, la consommation des ménages devrait être quelque peu freinée par la perte progressive de dynamisme des salaires et la reprise des remboursements des prêts aux étudiants. Les conditions de financement tendues et le coût élevé du crédit devraient en outre peser quelque peu sur l'investissement. En revanche, les efforts en cours pour développer les infrastructures et les énergies renouvelables devraient soutenir notamment la construction commerciale. Compte tenu d'une évolution légèrement meilleure cette année, le groupe d'experts revoit à la hausse ses prévisions de croissance du PIB pour 2023. Malgré une évolution plus faible l'année prochaine, la croissance du PIB devrait s'accélérer à nouveau en 2025 dans le cadre d'un lent assouplissement de la politique monétaire vers la fin 2024.

### Chine

En Chine, au 3<sup>e</sup> trimestre, le PIB a progressé de 1,3 % par rapport au trimestre précédent, soit un peu plus fortement que prévu (graphique 39). La reprise vigoureuse de la consommation privée a joué un rôle déterminant. L'investissement a également progressé avec une certaine rapidité par rapport au trimestre précédent. Mais la crise persistante du secteur immobilier continue de peser sur l'économie intérieure. En outre, la faiblesse de la demande mondiale a eu un impact négatif sur le commerce extérieur.

### graphique 39 : Contributions des composantes au PIB, Chine

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



sources : NBS Chine, Macrobond

Les indicateurs usuels sont actuellement moroses : en novembre, le PMI de l'industrie et celui du secteur des services publiés par le bureau national des statistiques de la Chine sont tous deux passés sous le seuil de croissance

de 50 points. Dans le secteur immobilier, la crise se poursuit : les prix de l'immobilier continuent de baisser et les projets de construction ainsi que les ventes sont faibles en comparaison historique. Cette situation continue de peser sur l'économie intérieure et de saper le climat de confiance des investisseurs et des ménages, d'autant plus que près de 70 % des actifs des ménages sont investis dans l'immobilier. En conséquence, l'épargne des ménages reste élevée. La consommation privée devrait donc se montrer plus dynamique. L'investissement, en revanche, devrait rester faible : les gouvernements régionaux et les entreprises d'État ressentent de plus en plus le poids de la dette, tandis que le gouvernement central n'a pas encore donné d'impulsion à la croissance. Dans l'ensemble, la Chine devrait connaître une croissance relativement faible au cours des prochains trimestres, mais elle devrait revenir à la normale l'année prochaine. Pour 2025, le groupe d'experts s'attend à un nouveau ralentissement de la croissance économique en raison des changements structurels de l'économie chinoise et de l'évolution démographique.

### Autres pays

Au **Royaume-Uni**, le dynamisme économique s'est encore affaibli au 3<sup>e</sup> trimestre : le PIB n'a fait que stagner (graphique 34). Le commerce extérieur a donné des impulsions positives : les exportations de services ont augmenté, tandis que les importations ont diminué par rapport au trimestre précédent. En revanche, la demande intérieure s'est contractée : tant la consommation des ménages que la consommation publique ont diminué par rapport au trimestre précédent. Cette dernière a sans doute été affectée par les grèves dans le secteur de la santé en juillet, entraînant l'annulation de nombreux rendez-vous. L'investissement a lui aussi connu une baisse généralisée. Celle-ci est accentuée par l'effet de rebond lié au trimestre précédent, où des investissements importants en avions ont été réalisés de manière simultanée. Les indicateurs usuels suggèrent une faible évolution au cours des prochains trimestres. Les chiffres d'affaires du commerce de détail, par exemple, ont de nouveau reculé en octobre. Bien que le PMI de l'industrie manufacturière ait continué de se redresser en novembre, il indique toujours un ralentissement de l'activité économique. Pour le secteur des services, qui est prépondérant, l'indice a légèrement dépassé le seuil d'expansion en novembre, pour la première fois depuis juillet. Le renchérissement reste toutefois nettement supérieur à l'objectif de la banque centrale, si bien que les taux d'intérêt devraient se maintenir à un niveau plus élevé sur une période prolongée. Toutefois, l'impulsion budgétaire devrait être négative l'année prochaine, en raison de la hausse des impôts et de la baisse des dépenses publiques. Une reprise progressive devrait s'amorcer dans le courant de l'année prochaine, mais la

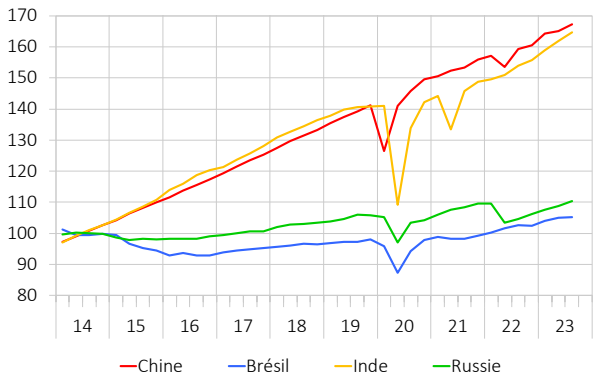
croissance du PIB devrait être globalement faible en 2024. Une reprise graduelle est attendue pour 2025.

Au **Japon**, le PIB a baissé de 0,5 % au 3<sup>e</sup> trimestre, selon les estimations préliminaires (graphique 34). La consommation privée, qui représente environ la moitié du PIB, a simplement stagné. Les dépenses en biens de consommation, comme l'alimentation, ont diminué en raison de l'inflation persistante. De même, les investissements des entreprises et du secteur public ont régressé. Les exportations ont certes légèrement progressé au 3<sup>e</sup> trimestre, mais les importations ont enregistré une hausse nettement plus importante, ce qui a également eu un impact négatif sur le commerce extérieur dans son ensemble. Les variations des stocks ont-elles aussi eu un effet de frein. Seules les dépenses publiques sont reparties à la hausse au 3<sup>e</sup> trimestre. Les indicateurs au Japon indiquent une faible évolution de l'activité économique : le PMI pour l'industrie manufacturière est resté en dessous du seuil de croissance en novembre, tandis que le PMI pour le secteur des services était toujours en expansion, mais à un niveau inférieur à celui du 3<sup>e</sup> trimestre. Néanmoins, le climat de consommation s'est quelque peu amélioré en novembre. La politique monétaire devrait rester expansionniste au cours de la période de prévision, mais il est probable qu'elle sera négative en raison de l'abandon progressif des mesures de soutien de l'État. Le groupe d'experts prévoit une croissance qui, par rapport au potentiel du Japon, restera forte sur l'ensemble de l'année 2023, puis un ralentissement en 2024 et 2025.

En **Inde**, le PIB a de nouveau fortement progressé au 3<sup>e</sup> trimestre (graphique 40), notamment sous l'effet d'une forte croissance de l'industrie manufacturière et d'une dépense publique importante en vue des élections de 2024. Les indicateurs usuels laissent également entrevoir une croissance soutenue pour les trimestres à venir. En **Russie**, la croissance du PIB devrait avoir encore nettement accéléré au 3<sup>e</sup> trimestre. L'augmentation des retraites et des salaires a probablement joué un rôle, tout comme la production de matériel militaire. Le climat de confiance des entreprises dans l'industrie manufacturière et le secteur des services laisse entrevoir une poursuite de l'expansion au cours des prochains trimestres. Toutefois, la hausse de l'inflation et le resserrement de la politique monétaire devraient limiter cette tendance. Le PIB du **Brésil** a encore légèrement augmenté au 3<sup>e</sup> trimestre, malgré un net recul de l'important secteur agricole. Les indicateurs usuels ne laissent entrevoir qu'une faible évolution pour les trimestres à venir. Pour l'agrégat des **pays du Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts révisé à la hausse son hypothèse pour 2023. Pour les années 2024 et 2025, il continue de tabler sur une croissance inférieure à la moyenne.

**graphique 40 : PIB, pays du groupe Bric**

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2014 = 100



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

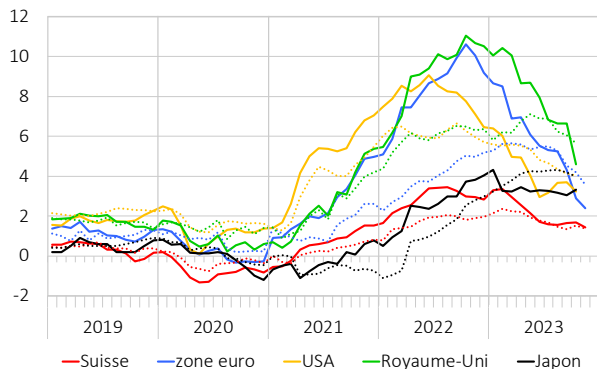
## Cadre monétaire

### Prix au niveau international

Jusqu'à l'automne, l'inflation a continué de se tasser dans de nombreuses régions (graphique 41). Dans beaucoup de pays, les taux d'inflation ont atteint des niveaux très bas, les plus faibles jamais observés depuis près de deux ans. Cela s'explique notamment par les prix de l'énergie et des denrées alimentaires. De même, l'inflation sous-jacente, qui exclut l'énergie et les autres composantes volatiles, a diminué : la baisse des prix d'achat et des coûts de transport ainsi que le niveau élevé des stocks ont freiné les prix des produits manufacturés dans le monde entier. Malgré cela, les taux d'inflation sous-jacente restent bien supérieurs aux valeurs cibles des banques centrales dans de nombreux pays.

**graphique 41 : 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

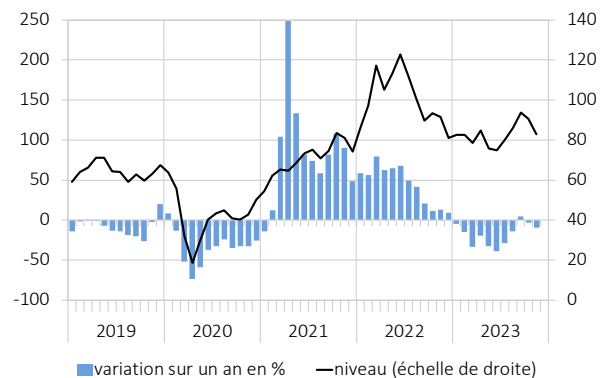
Dans la **zone euro**, l'inflation s'est fortement ralentie au cours des trois derniers mois pour atteindre 2,4 % en novembre. L'énergie a récemment contribué de manière considérablement négative à l'inflation. Les prix du gaz et

de l'électricité, qui avaient fortement augmenté à l'automne dernier, sont à présent revenus à des niveaux nettement plus bas. Cet effet de base devrait toutefois s'atténuer sensiblement au cours des prochains mois. L'inflation des produits alimentaires, bien que toujours supérieure à la moyenne (6,9 %), a également continué de reculer. Enfin, l'inflation sous-jacente s'est elle aussi nettement repliée, sur une large base, à 3,6 %.

Au **Royaume-Uni**, l'inflation a également connu une importante contraction, atteignant 4,6 % en octobre. Elle reste toutefois élevée en comparaison internationale. L'une des raisons en est le renchérissement des produits alimentaires qui, dernièrement, s'élevait encore à 10 %. Tout comme dans la zone euro, les prix de l'énergie contribuent négativement à l'inflation. Quant à l'inflation sous-jacente, celle-ci a également diminué pour atteindre 5,7 %.

**graphique 42 : Prix du pétrole**

en dollars US



source : Energy Information Administration

Aux **États-Unis**, l'inflation n'a été que peu affectée par la crise énergétique, soit la hausse des prix du gaz. Elle était déjà tombée, avant l'été, à des valeurs de l'ordre de 3 % et a évolué, depuis lors, plus ou moins latéralement (octobre : 3,2 %, graphique 41). Certes, depuis l'été, l'inflation des produits alimentaires et l'inflation sous-jacente ont continué de reculer. Mais l'effet modérateur des prix de l'énergie (notamment le pétrole, graphique 42) s'est réduit. D'une part, les restrictions de production de l'Arabie saoudite et de la Russie, ainsi que le conflit au Moyen-Orient, ont entraîné une hausse des prix du pétrole depuis l'été. D'autre part, la base de comparaison a diminué car les prix du pétrole sont retombés à un niveau nettement plus bas dès l'automne 2022.

Au **Japon**, l'inflation sous-jacente reste élevée en raison de la faiblesse du yen, bien qu'elle se soit légèrement repliée à 4,0 % en octobre. Dans l'ensemble, l'inflation s'est maintenue à des niveaux relativement stables autour de 3,3 % depuis février.

En **Suisse**, l'inflation et l'inflation sous-jacente ont reculé à 1,4 % en novembre, à partir de valeurs nettement plus basses. Certes, les loyers ont contribué davantage à l'inflation que les mois précédents en raison de l'augmentation du taux d'intérêt de référence. Mais cela a été largement contrebalancé par des contributions plus faibles dans de nombreux autres secteurs.

### Politique monétaire

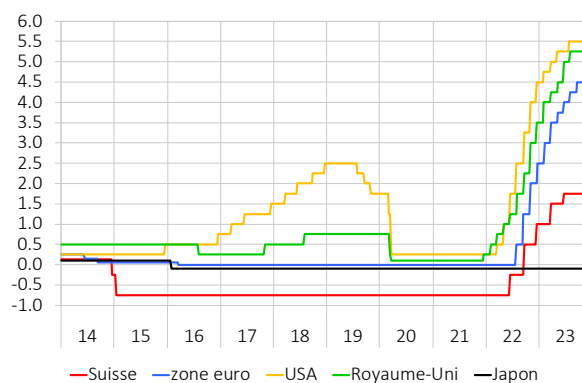
La **Banque nationale suisse** (BNS), à fin septembre, a maintenu son taux directeur à 1,75 % (graphique 43). Elle a toutefois réaffirmé que, dans la perspective d'assurer la stabilité des prix à moyen terme, des hausses de taux supplémentaires n'étaient pas à exclure. Cependant, vu la faible évolution de l'inflation jusqu'en novembre, les marchés financiers ne s'attendent pas pour l'instant à une nouvelle hausse des taux. La BNS s'est en outre déclarée prête à intervenir sur le marché des changes afin de garantir des conditions monétaires adéquates. Les ventes de devises sont devenues une pratique courante depuis plusieurs trimestres.

La **Banque centrale européenne** (BCE) a relevé son taux directeur de 25 points de base en septembre, le portant à 4,5 %, et l'a laissé inchangé fin octobre. Il s'agit là du niveau le plus élevé depuis 2007, avant la crise financière. Selon la BCE, ce niveau de taux devrait contribuer à ramener l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme. Début décembre, les marchés financiers prévoient que la BCE réduirait progressivement son taux directeur à partir de début 2024.

Début novembre, la **Réserve fédérale américaine** (Fed) a maintenu son taux directeur à 5,5 %, considérant que ce niveau était approprié pour ramener l'inflation, toujours

élevée, à l'objectif de 2 %. Début décembre, les marchés continuaient de s'attendre à une réduction progressive du taux directeur au cours de l'année 2024. Toutefois, cette baisse devrait être moins marquée et plus lente que dans la zone euro, notamment du fait de l'amélioration de la conjoncture aux États-Unis.

graphique 43 : Taux d'intérêt de référence en %



sources : BNS, BCE, Fed, BoE, BoJ

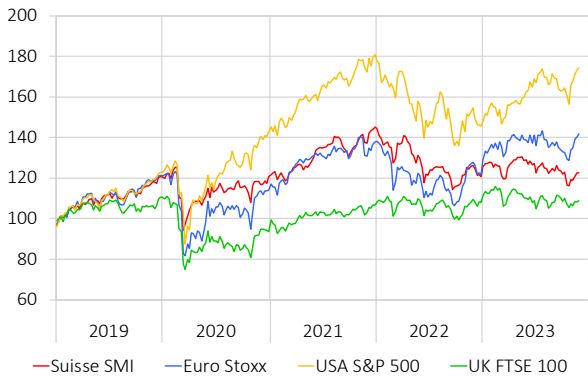
La **Banque d'Angleterre** (BoE) a décidé, début novembre, de maintenir son taux directeur à 5,25 %. Dès le début du mois de décembre, les marchés tablaient sur un assouplissement lent au cours de l'année 2024. Fin octobre, la **Banque du Japon** (BoJ) a maintenu son taux directeur inchangé à -0,1 %. La dernière hausse des taux remonte à début 2016.

### Marchés des actions

Au cours des derniers mois, les marchés des actions des pays industrialisés d'Europe ont, dans l'ensemble, enregistré des performances plutôt médiocres (graphique 44). En effet, les principaux indices boursiers de la Suisse, de la zone euro et du Royaume-Uni ont enregistré, fin novembre, des performances respectives d'environ -4 %, -1 % et -2 % en comparaison des niveaux de fin juillet. Cette évolution reflète la faiblesse de l'économie européenne et la détérioration de la situation géopolitique au Moyen-Orient. Les marchés des actions aux États-Unis se sont un peu mieux comportés, enregistrant une légère croissance sur la même période. Depuis le début de l'année, les marchés des actions américains ont même progressé de 18 %. Cette évolution reflète surtout une meilleure conjoncture qu'en Europe.

**graphique 44 : Marchés des actions**

moyenne de janvier 2019 = 100



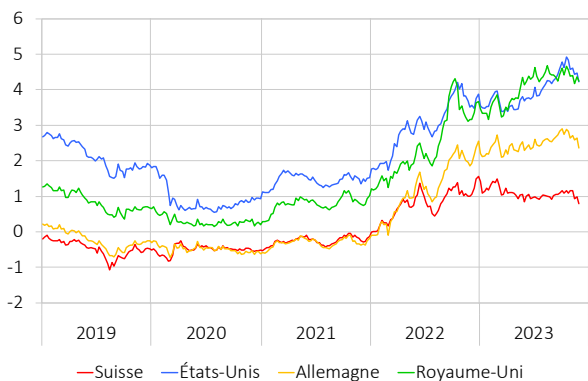
sources : SWX, Stoxx, S&P Global, FTSE

### Marchés des capitaux

Au cours des derniers mois, les rendements des emprunts d'État à dix ans dans les pays industrialisés se sont légèrement tassés (graphique 45), ce qui tient probablement en grande partie à la baisse des taux d'inflation au niveau international. Les perspectives économiques mondiales restent par ailleurs mitigées. Concernant la Suisse, les rendements restent faibles par rapport à l'étranger, ce qui coïncide avec les niveaux plus bas de son inflation et de ses taux directeurs par rapport à l'étranger.

**graphique 45 : Rendement des emprunts d'État à 10 ans**

en %



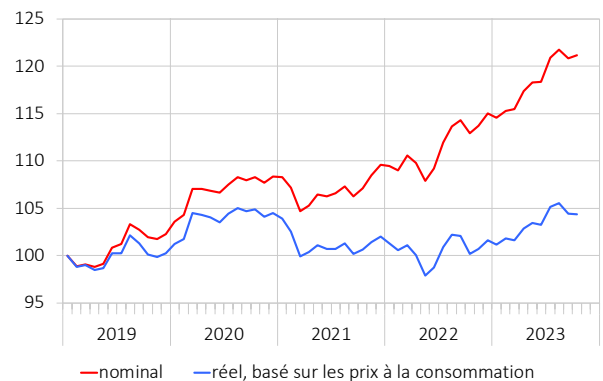
source : Macrobond Financial AB

### Cours de change

Au cours des derniers mois, le franc suisse s'est stabilisé à haut niveau en termes nominaux (graphique 46). Il faut y voir principalement le reflet de l'appréciation du dollar US, soutenue notamment par l'amélioration de la conjoncture aux États-Unis, par rapport à la devise suisse. Face aux autres monnaies, comme l'euro, la livre sterling ou le yen, le franc suisse a continué de s'apprécier sur la même période, bien qu'en termes réels, il se soit légèrement déprécié au cours des derniers mois. Cette évolution s'explique par le recul de l'écart d'inflation entre la Suisse et ses principaux partenaires commerciaux.

**graphique 46 : Indices du cours de change effectif du franc suisse**

janvier 2019 = 100



source : BNS