

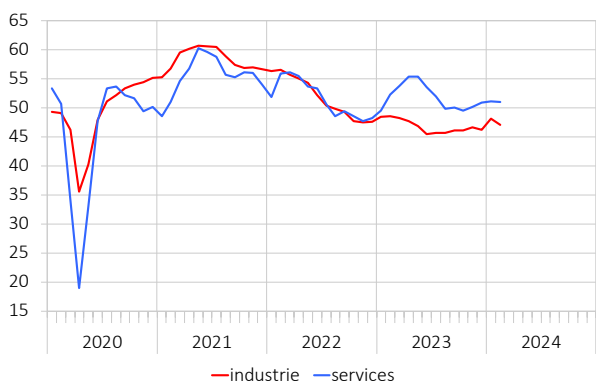
Environnement international et monétaire

Économie mondiale

L'économie mondiale a de nouveau enregistré, au 4^e trimestre 2023, une croissance inférieure à la moyenne. Celle-ci s'est caractérisée par une forte hétérogénéité entre pays.³⁴ Alors que le PIB a, une nouvelle fois, fortement progressé aux États-Unis, il est resté stagnant dans la zone euro, conformément aux prévisions. Au Japon et au Royaume-Uni, le PIB s'est contracté pour la deuxième année consécutive, ce qui équivaut à une récession technique.

graphique 41 : PMI

pondéré par les exportations, désaisonnalisé



source : IHS Markit

Les PMI montrent qu'il existe également une grande hétérogénéité entre les secteurs. Les indices sont restés inférieurs au seuil d'expansion dans l'industrie manufacturière en février, notamment pour bon nombre des principaux partenaires commerciaux de la Suisse (graphique 41). Les PMI du secteur des services, en revanche, ont été légèrement supérieurs au seuil dans de nombreux pays, ce qui indique une poursuite de l'expansion, bien que faible, dans ce secteur. Sur les marchés du travail, la situation est encore favorable en comparaison historique. Il s'ensuit que les salaires augmentent dans de nombreux pays, contribuant ainsi, avec la baisse de l'inflation, à soutenir le pouvoir d'achat des ménages. En outre, on peut s'attendre à ce que le second semestre

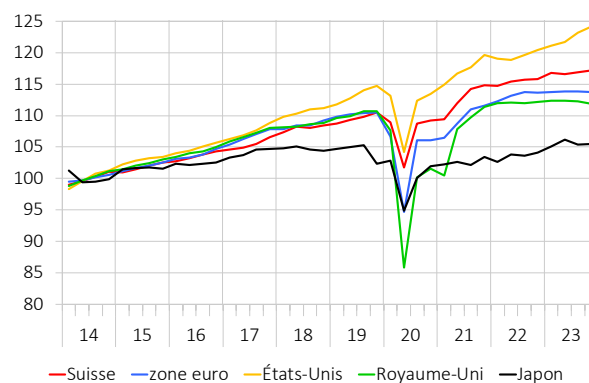
soit marqué, en de nombreux endroits, par de premières baisses des taux directeurs, qui devraient alors stimuler quelque peu la demande. Dans l'ensemble, la demande mondiale devrait, cette année encore, croître à un rythme inférieur à la moyenne. En 2025, la croissance devrait s'accélérer quelque peu.³⁵

Zone euro

En léger recul au trimestre précédent, le PIB de la zone euro a stagné au 4^e trimestre 2023 (graphique 42). Des impulsions positives ont été apportées par la demande intérieure, en particulier par les investissements. En revanche, le commerce extérieur a joué un rôle de frein en raison de la faiblesse des exportations. D'importants écarts entre les pays ont été observés.

graphique 42 : PIB, comparaison internationale

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



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

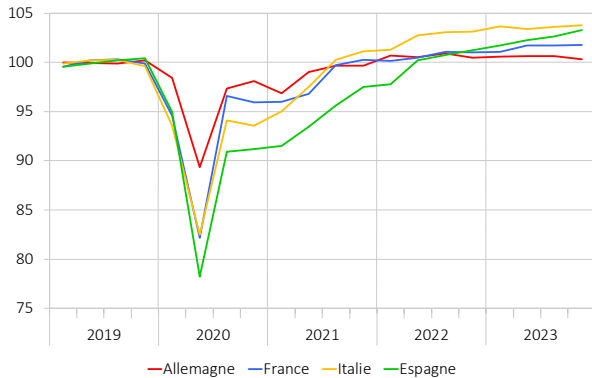
Le PIB de l'**Allemagne** a ainsi baissé de 0,3 % (graphique 43). Le ralentissement a été particulièrement marqué dans les investissements en biens d'équipement et dans la construction. En **France** (0,1 %), le PIB a légèrement augmenté, mais la demande intérieure a fléchi. Dans ce contexte, les importations ont également dimi-

³⁴ 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. État des données : 8 mars 2024.

³⁵ Prévisions du Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions conjoncturelles : voir <https://www.seco.admin.ch/previsions-conjoncturelles>.

nué, ce qui a généré une contribution positive du commerce extérieur. En **Italie** (0,2 %), en revanche, tant la contribution positive du commerce extérieur que les investissements en biens d'équipement et ceux dans la construction ont contribué positivement à la croissance du PIB. En **Espagne** (0,6 %), le PIB a connu une croissance forte et largement étayée. Aussi bien la consommation (privée et publique) que les investissements et le commerce extérieur ont donné des impulsions positives.

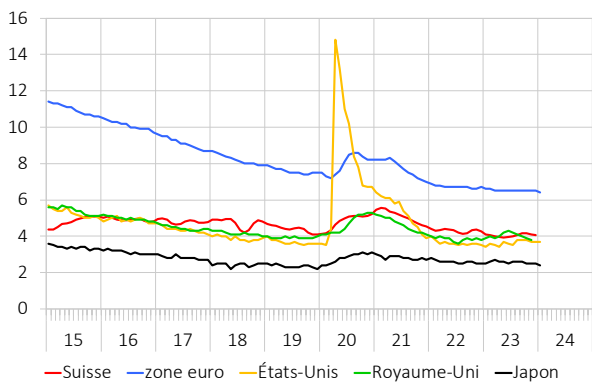
graphique 43 : PIB, divers pays de la zone euro
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2019 = 100



source : Eurostat

La situation sur le marché du travail est restée favorable : le taux de chômage dans la zone euro a atteint un plancher record de 6,4 % en janvier (graphique 44). Il a encore baissé en France (7,5 %) et en Espagne (11,6 %) tandis qu'il a stagné à bas niveaux en Allemagne (3,1 %) et en Italie (7,2 %).

graphique 44 : Chômage, comparaison internationale
taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %

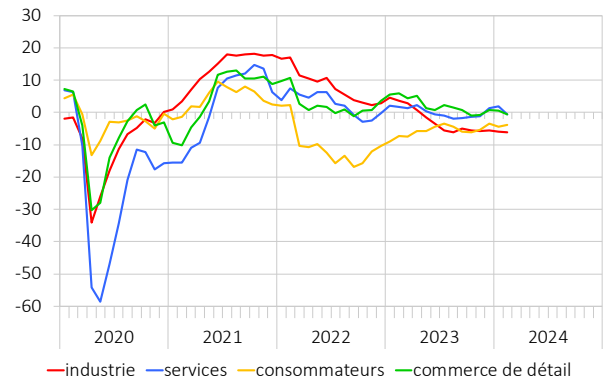


sources : OFS (désaisonn. : SECO), Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, CaO Japan

À l'heure actuelle, les indicateurs disponibles dressent un tableau de la conjoncture dans la zone euro un peu plus positif qu'à fin 2023. L'indicateur du climat économique continue certes de refléter un faible développement de la conjoncture, mais il évolue légèrement au-dessus des valeurs enregistrées au 4^e trimestre. Tandis que la confiance des entreprises de l'industrie et du secteur de la

construction s'est légèrement effritée, celle des entreprises du commerce de détail et du secteur des services a continué de grandir (graphique 45). La confiance des ménages a également continué de se raffermir, bien qu'elle demeure nettement inférieure à sa moyenne à long terme.

graphique 45 : Indicateurs de confiance, zone euro
sous-composantes de l'indicateur du climat économique (ESI), soldes, valeurs désaisonnalisées et corrigées de la valeur moyenne



source : Commission européenne

Les perspectives sont globalement modestes. Certes, les entreprises de la zone euro sont de moins en moins affectées par des facteurs de restriction de l'offre tels que la pénurie de main-d'œuvre qualifiée et les difficultés d'approvisionnement. Mais selon les enquêtes menées auprès des entreprises, la faiblesse de la demande devient un problème croissant pour beaucoup d'entre elles, alimenté notamment par une inflation toujours élevée et le caractère restrictif de la politique monétaire. Par contre, la situation favorable sur le marché du travail devrait avoir un effet de soutien. Pour 2024, le groupe d'experts maintient sa prévision selon laquelle la croissance devrait légèrement s'accélérer. La reprise de l'économie mondiale, associée à une politique monétaire moins restrictive, devrait permettre une croissance du PIB un peu plus forte en 2025.

États-Unis

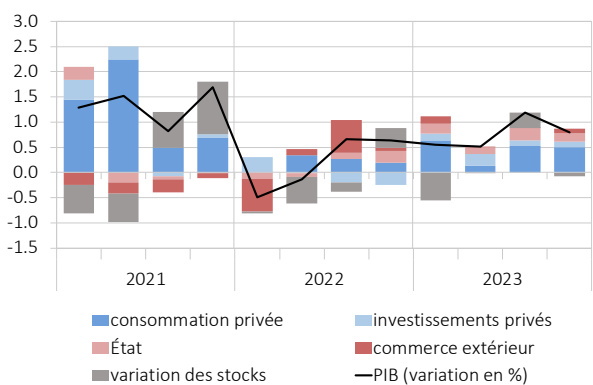
Aux **États-Unis**, la croissance du PIB a été de 0,8 % au 4^e trimestre 2023 (graphique 46). En dépit d'un ralentissement en comparaison du trimestre précédent, l'économie des États-Unis a ainsi continué de croître à un rythme supérieur à la moyenne. La consommation privée a une nouvelle fois donné l'impulsion la plus importante. Des impulsions plus modestes ont également été données par la consommation de l'État. La croissance de l'investissement privé a été nettement plus lente au 4^e trimestre qu'au précédent. Si les investissements en biens d'équipement et dans la propriété intellectuelle ont repris, la croissance des investissements dans la construc-

tion s'est ralentie en raison du niveau élevé des taux d'intérêt hypothécaires. Les conditions météorologiques favorables, au 4^e trimestre, ont cependant soutenu quelque peu l'activité de construction. Le commerce extérieur a apporté une contribution positive, mais celle-ci est surtout le reflet d'une faible demande d'importations de biens.

Le fléchissement progressif du marché du travail s'est poursuivi en février, avec une forte hausse de l'emploi sur ce mois, mais une nette révision à la baisse sur les deux précédents. Le taux de chômage a par ailleurs augmenté, atteignant 3,9%. Parallèlement, le nombre d'offres d'emploi a continué de diminuer au cours des derniers mois, même si l'on dénombre encore quelque 1,4 offre d'emploi par personne sans emploi. Par rapport à l'année précédente, les salaires réels ont encore augmenté.

graphique 46 : Contributions des composantes au PIB, États-Unis

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



source : U.S. BEA

Les indicateurs usuels dressent un tableau hétérogène en ce qui concerne le 1^{er} trimestre. D'une part, on observe un recul des chiffres d'affaires du commerce de détail et de la production industrielle en janvier, ainsi qu'une forte diminution des mises en chantier, sachant toutefois que celles-ci ont connu une hausse inhabituelle les mois précédents en raison des conditions météorologiques. D'autre part, le climat conjoncturel a continué de s'améliorer : les PMI de l'industrie manufacturière et du secteur des services ont tous deux dépassé le seuil de croissance en février, tandis que le climat de consommation calculé par l'Université du Michigan était lui aussi nettement supérieur en février à ce qu'il a été au trimestre précédent. En comparaison historique, toutefois, la confiance des ménages reste mitigée.

À court terme, il est peu probable que la croissance du PIB retrouve le dynamisme des trimestres précédents. D'une part, la tension des conditions de financement et

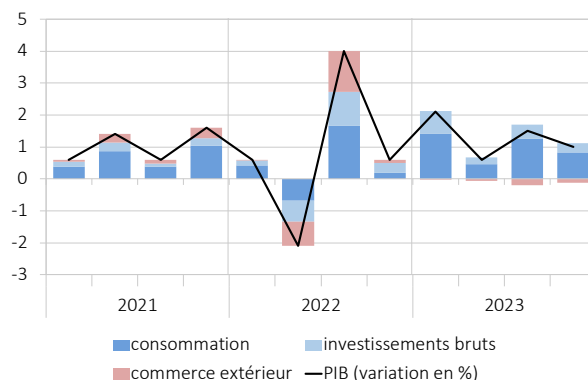
le coût élevé du crédit pèsent sur l'investissement et, d'autre part, l'excédent d'épargne des ménages, qui soutenait encore la consommation jusqu'à récemment, est vraisemblablement en grande partie résorbé. De son côté, la baisse de l'inflation devrait renforcer la croissance des salaires réels et favoriser un assouplissement plus rapide de la politique monétaire. Enfin, les efforts en cours pour développer les infrastructures et les énergies renouvelables devraient exercer un effet de soutien, notamment dans la construction commerciale. Compte tenu de la légère accélération observée au 4^e trimestre 2023, le groupe d'experts revoit à la hausse ses prévisions de croissance du PIB en 2024, tandis que, l'année prochaine, la croissance du PIB devrait être légèrement plus faible.

Chine

En **Chine**, au 4^e trimestre, le PIB a augmenté de 1 % par rapport au trimestre précédent, un rythme qui reste inférieur à celui enregistré encore un trimestre plus tôt (graphique 47). La crise persistante du secteur immobilier continue de peser sur l'économie intérieure tandis que l'investissement a globalement ralenti malgré le programme d'infrastructures décidé en octobre. La consommation a également progressé moins vite qu'au trimestre précédent en raison de la chute des prix de l'immobilier et de l'incertitude des ménages. Enfin, le commerce extérieur a donné une impulsion négative en raison de la faiblesse de la demande mondiale.

graphique 47 : Contributions des composantes au PIB, Chine

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



sources : NBS Chine, Macrobond

Selon les indicateurs usuels, une légère amélioration se dessine actuellement : en février, le PMI du bureau national des statistiques de la Chine pour le secteur des services est repassé au-dessus du seuil de croissance de 50 points. En revanche, celui de l'industrie manufacturière a continué de s'affaiblir, laissant entrevoir un affaiblissement de la conjoncture dans l'industrie. Dans le secteur immobilier, la crise se poursuit, les prix des logements

continuant de baisser tandis que les mises en chantier et les ventes affichent des niveaux historiquement faibles. Cette situation pèse toujours sur l'activité économique intérieure, plombant le moral des investisseurs et des ménages, sachant notamment que le patrimoine de ces derniers est investi à près de 70 % dans l'immobilier. En conséquence, l'épargne des ménages reste élevée, mais elle devrait se normaliser au fil des prévisions, ce qui stimulera davantage la consommation privée. Il est toutefois probable que l'investissement reste faible, car les gouvernements locaux et les entreprises d'État souffrent de plus en plus du poids de la dette. Le gouvernement central a récemment adopté des mesures de soutien telles que des hypothèques à taux avantageux, de même que la restructuration progressive de la dette des gouvernements locaux. Il a également annoncé le lancement d'un emprunt spécial, d'un montant équivalant à 0,8 % du PIB, en vue de soutenir quelque peu l'économie. Si ces mesures visent à renforcer quelque peu la conjoncture, l'économie chinoise dans son ensemble ne devrait cependant que modérément progresser au cours des prochains trimestres. Compte tenu des changements structurels de l'économie chinoise et de l'évolution démographique, le groupe d'experts s'attend à un nouveau ralentissement de la croissance économique pour 2025.

Autres pays

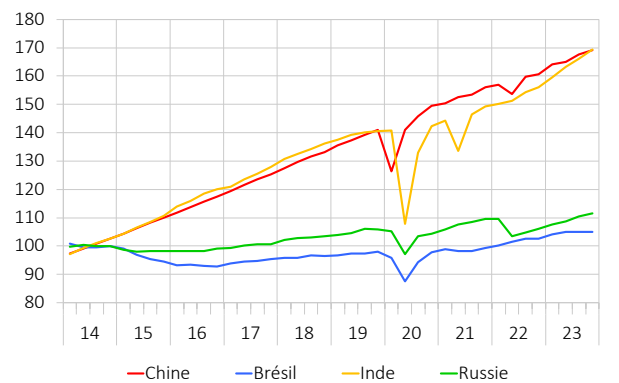
Au **Royaume-Uni**, le PIB a reculé de 0,3 % au 4^e trimestre alors qu'il avait déjà baissé de 0,1 % au trimestre précédent, ce qui équivaut à une récession technique. Les dépenses de consommation ont baissé non seulement dans les ménages, mais aussi dans le secteur public, qui a probablement été affecté à cet égard par les grèves dans le secteur de la santé, entraînant de nombreuses annulations de rendez-vous. Si les investissements, notamment dans le secteur du bâtiment et du génie civil, ont donné une impulsion positive, le commerce extérieur a, quant à lui, freiné la croissance : tant les importations que les exportations ont nettement reculé. Pour les trimestres à venir, les indicateurs usuels laissent entrevoir une croissance modérée. Il reste toutefois que l'inflation demeure nettement supérieure à l'objectif de la banque centrale, ce qui devrait maintenir les taux d'intérêt à un niveau relativement élevé pendant encore longtemps. L'impulsion fiscale devrait cependant être négative, cette année, car les impôts augmentent tandis que les dépenses publiques diminuent. Dans l'ensemble, le PIB ne devrait progresser que faiblement cette année puis, à son terme, se redresser progressivement, permettant ainsi au PIB de croître à nouveau plus rapidement en 2025.

Au **Japon**, le PIB a reculé de 0,1 % au 4^e trimestre, selon les estimations préliminaires, après une baisse de 0,8 % au trimestre précédent (graphique 42). Ce pays connaît

donc, lui aussi, une récession technique. La consommation privée, qui représente environ la moitié du PIB, a de nouveau reculé en raison de la persistance d'une inflation élevée. Les investissements des entreprises et du secteur public se sont également amenuisés. Le commerce extérieur, qui a bénéficié de la faiblesse du yen, a donné des impulsions positives : les exportations ont considérablement augmenté, tandis que les importations ont progressé beaucoup plus lentement dans un contexte de faible demande intérieure. Les indicateurs réels suggèrent une reprise en début d'année, tandis que les indicateurs de confiance montrent également un dynamisme positif, sauf dans l'industrie. L'assouplissement continu des politiques monétaire et fiscale devrait en outre avoir un effet de soutien. Le groupe d'experts prévoit un ralentissement général de la croissance en 2024, en raison d'un début d'année plus faible que le précédent, puis une légère accélération en 2025.

graphique 48 : PIB, pays du groupe Bric

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2014 = 100



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

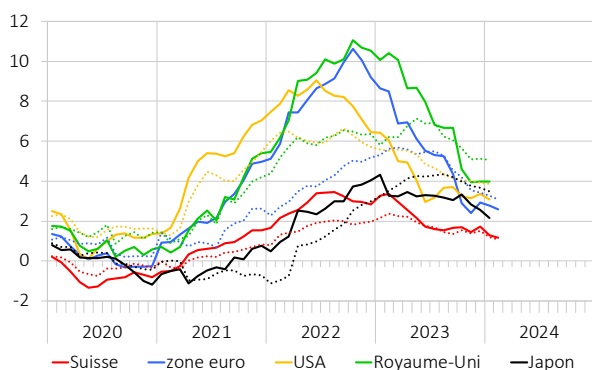
En **Inde**, le PIB a de nouveau progressé à un rythme supérieur à la moyenne au 4^e trimestre, grâce notamment à une forte croissance de l'industrie manufacturière et du secteur de la construction (graphique 48). Les indicateurs usuels suggèrent que cette forte croissance se poursuivra au cours des prochains trimestres. En **Russie**, le PIB devrait à nouveau avoir nettement progressé au 4^e trimestre. L'augmentation de la production de matériel militaire a probablement joué un rôle dans cette évolution. Bien que les entreprises industrielles soient de ce fait optimistes quant à l'avenir, la persistance d'une inflation élevée et le resserrement de la politique monétaire devraient avoir un effet modérateur. Alors que le PIB du **Brésil** n'a fait que stagner au 4^e trimestre, les indicateurs usuels laissent présager un retour à des taux de croissance positifs au cours des prochains trimestres. Pour l'agrégat des **pays du Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts révisé légèrement à la hausse son hypothèse pour 2024 mais continue de table sur une croissance inférieure à la moyenne pour 2025.

Cadre monétaire

Prix au niveau international

Les pressions sur les prix ont poursuivi leur tendance à s'atténuer au cours des derniers mois, ce qui semble confirmer le retour progressif de l'inflation dans la zone de stabilité des prix.

graphique 49 : 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 a fortement baissé au cours de l'automne dernier (graphique 49). Les prix de l'énergie ayant temporairement apporté une forte contribution négative à l'inflation au cours de cette période, du fait des prix élevés du gaz (graphique 50) et de l'électricité dans de nombreux pays européens l'année précédente, les taux d'inflation sont tombés à des niveaux nettement inférieurs à l'inflation sous-jacente (dont le calcul exclut les composantes Énergie et Produits alimentaires frais). Avec la disparition de cet effet de base, les taux d'inflation sont repartis légèrement à la hausse fin 2023, tandis que l'inflation sous-jacente n'a cessé de se replier. En février, l'inflation (2,6 %) et l'inflation sous-jacente (3,1 %) ont toutes deux diminué, de sorte que l'inflation totale avoisine depuis lors le niveau qu'elle avait atteint en novembre, cette baisse étant imputable, notamment, aux produits industriels (hors énergie) et aux produits alimentaires. Les taux de renchérissement des services, en revanche, sont restés relativement stables au cours des derniers mois.

À l'automne dernier, l'inflation au **Royaume-Uni** avait également considérablement diminué en raison d'un effet de base fortement négatif sur les prix de l'énergie. Dès lors, elle s'est stabilisée à 4,0 %. Si les taux de renchérissement des denrées alimentaires et des produits manufacturés ont diminué, l'effet de base négatif s'est en revanche atténué pour le gaz et l'électricité, tout comme dans la zone euro, et les taux de renchérissement des services sont restés forts. À la différence de la zone

euro, l'inflation sous-jacente au Royaume-Uni a récemment cessé de baisser et s'est maintenue à un niveau élevé de 5,1 % en janvier.

graphique 50 : Prix du gaz naturel
Natural Gas, ICE Dutch TTF, EUR/MWh



source : Intercontinental Exchange (ICE)

Aux **États-Unis**, l'inflation et l'inflation sous-jacente n'ont plus reculé que très légèrement ces derniers mois, atteignant respectivement 3,1 % et 3,9 % en janvier. Les taux de renchérissement des produits manufacturés ont continué de baisser aux États-Unis, tandis que les taux d'inflation sont restés élevés. Alors que les prix des automobiles sont même tombés en dessous de leur niveau de l'année précédente, les prix des services ont continué d'augmenter, notamment en raison de la situation toujours favorable de l'économie et du marché du travail. La hausse des prix des loyers s'est quelque peu ralentie bien que les taux de renchérissement soient encore élevés dans ce secteur.

Au **Japon** et en **Suisse**, l'inflation et l'inflation sous-jacente se sont repliées ces derniers mois. Ayant atteint respectivement 1,2 % et 1,1 %, les deux taux, en Suisse, sont désormais proches de la moyenne de la marge de fluctuation de la BNS, ce qui résulte notamment de la forte appréciation nominale du franc. Au Japon, l'inflation sous-jacente se maintient à un niveau inhabituellement élevé de 3,5 % (inflation globale : 2,2 %).

Politique monétaire

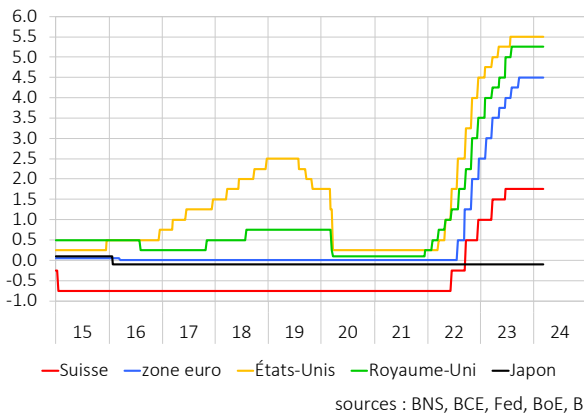
Un point d'inflexion se dessine peu à peu dans l'orientation de la politique monétaire internationale, à savoir que les taux d'intérêt ont récemment été maintenus à un niveau constant sur une large échelle et que les marchés financiers s'attendent à de premières baisses de taux dans le courant de l'année.

Si la **Banque nationale suisse** (BNS) a maintenu son taux directeur à 1,75 % à la mi-décembre (graphique 51), elle a cependant signalé une nouvelle fois qu'elle était prête à intervenir sur le marché des changes si nécessaire. Vu la faible évolution de l'inflation observée jusqu'en mars, les marchés financiers se préparent actuellement à ce qu'un revirement des taux d'intérêt survienne avant la fin du premier semestre 2024.

Début mars, la **Banque centrale européenne** (BCE) a maintenu son taux directeur à 4,5 %, le niveau le plus haut qu'il ait jamais atteint depuis 2007, c'est-à-dire avant la crise financière. La BCE considère que ce niveau de taux devrait contribuer à ramener l'inflation vers l'objectif de 2 % à moyen terme. Début mars, les marchés financiers ont estimé que la BCE pourrait progressivement abaisser son taux directeur dans les mois à venir.

La **Réserve fédérale américaine** (Fed) a maintenu son taux directeur à 5,5 % fin janvier, estimant qu'il s'agissait d'un niveau approprié pour ramener l'inflation, toujours élevée, vers son objectif de 2 %. Début mars, les marchés s'attendaient toujours à une baisse progressive du taux directeur au second semestre. Celle-ci devrait toutefois être moins importante et plus lente que dans la zone euro étant donné, notamment, l'amélioration de la conjoncture aux États-Unis.

graphique 51 : Taux d'intérêt de référence
en %



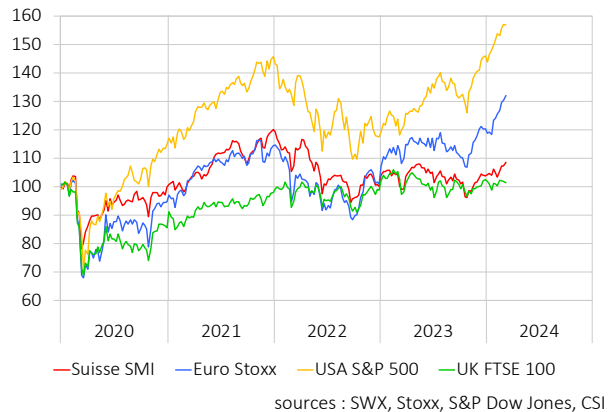
Fin janvier, la **Banque d'Angleterre** (BoE) a décidé de maintenir son taux directeur à 5,25 %. Début mars, les marchés s'attendent à un lent assouplissement durant les mois d'automne. Fin janvier, la **Banque du Japon** (BoJ), qui n'a procédé à aucune hausse de taux depuis début 2016, a de nouveau décidé de maintenir son taux directeur inchangé à -0,1 %.

Marchés des actions

Ces derniers mois, les marchés des actions des États-Unis et de la zone euro ont connu une évolution très positive

(graphique 52), leurs principaux indices boursiers évoluant, début mars, à près de 25 % au-dessus de leur niveau de fin octobre 2023. Depuis le début de l'année, la performance est d'environ 10 %, reflétant notamment les bons résultats des entreprises et l'anticipation d'une baisse des taux directeurs dans les deux zones monétaires, ainsi que la robustesse de la conjoncture aux États-Unis. Les marchés des actions suisses et britanniques ont été nettement moins dynamiques, ne progressant que de 4 % en Suisse depuis le début de l'année et reculant même légèrement au Royaume-Uni.

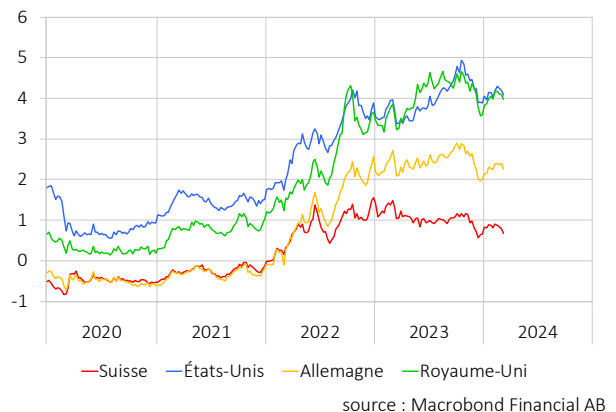
graphique 52 : Marchés des actions
moyenne de janvier 2020 = 100



Marchés des capitaux

Ces derniers mois, les rendements des obligations d'État à 10 ans dans les pays industrialisés ont été faibles (graphique 53), probablement en raison de la baisse des taux d'inflation au niveau international et de l'anticipation d'une baisse des taux d'intérêt à court terme. En corrélation avec des taux d'inflation et des taux directeurs faibles par rapport à l'étranger, les rendements en Suisse restent relativement bas.

graphique 53 : Rendement des emprunts d'État à 10 ans
en %



Cours de change

L'an dernier, le franc suisse s'est fortement apprécié en termes nominaux d'une manière générale, mais surtout par rapport aux principales zones monétaires (graphique 54), atteignant même, en fin d'année, un niveau historiquement élevé par rapport à l'euro.

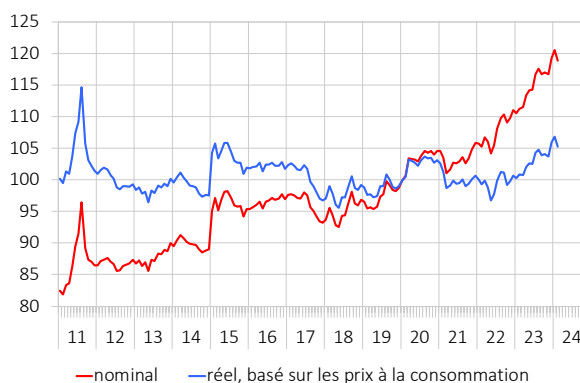
Cependant, s'agissant de mesurer la compétitivité-prix des exportateurs ou le pouvoir d'achat relatif des consommateurs, il est également pertinent de prendre en compte l'évolution des prix, car une hausse des prix plus importante à l'étranger qu'en Suisse a pour effet de rendre les exportations de notre pays plus intéressantes. Cette relation est prise en compte dans les cours de change réels, qui ont récemment montré une nouvelle appréciation du franc. En février 2024, la valeur extérieure réelle et effective du franc était semblable à celle enregistrée en 2015 après l'abandon du taux plancher de l'euro. En comparaison historique, le franc est fortement valorisé : il faut remonter à 2011, avant l'introduction du taux plancher de l'euro, pour observer un cours de change réel effectif nettement plus élevé.

Toutefois, le cours de change réel effectif indique également que les pertes de compétitivité-prix enregistrées

par la Suisse dans un passé récent ont été moins importantes que ne le suggère l'évolution du cours de change nominal. Entre février 2020 et février 2024, le franc s'est en effet apprécié de 18,1 % en termes nominaux, mais de 4,7 % en termes réels, ce qui est considérablement inférieur. Près des trois quarts de cette appréciation nominale s'expliquent donc par des hausses de prix ou des taux d'inflation plus faibles en Suisse que chez ses principaux partenaires commerciaux.

graphique 54 : Indices du cours de change effectif du franc suisse

janvier 2020 = 100



source : BNS