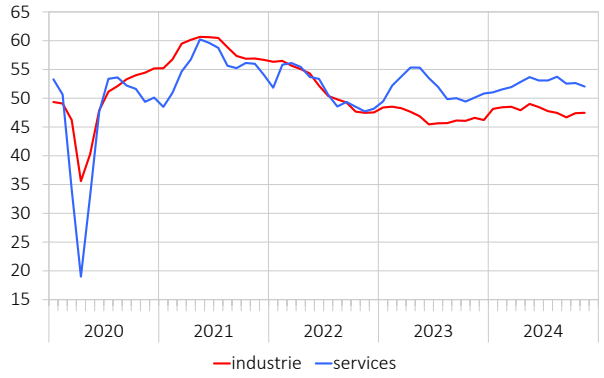
Environnement international et monétaire

Économie mondiale

Dans l'ensemble, l'économie mondiale a de nouveau connu une croissance dynamique au 3e trimestre 2024[27], bien que marquée par de fortes disparités entre les pays : aux États-Unis, par exemple, la croissance du PIB a été supérieure à la moyenne, à l'instar du trimestre précédent. Dans la zone euro comme en Chine, la croissance s'est accélérée au 3e trimestre. L'économie allemande a enregistré une légère croissance, tandis qu'elle a reculé au trimestre précédent. Au Royaume-Uni et au Japon, en revanche, le rythme de l'activité économique s'est récemment quelque peu ralenti.

graphique 35 : PMI

industrie : indice global du PMI, services : sous-indice du PMI sur la marche des affaires ; pondéré par les exportations, désaisonnalisé, seuil de croissance = 50



sources : S&P Global, SECO

La comparaison entre les secteurs, selon les indices des directeurs d'achat (PMI), continue de refléter une forte hétérogénéité. Les PMI pour l'industrie, par exemple, sont restés en dessous du seuil de croissance dans de nombreuses régions (graphique 35). À l'inverse, dans de nombreux pays du monde, les PMI pour les services indiquent une expansion – tout au moins lente – dans ce secteur. Le marché du travail, sur le plan international, reste favorable en comparaison historique, malgré un léger fléchissement dans divers pays. En conséquence, les salaires ont augmenté dans de nombreux pays. Ces circonstances, conjuguées au net recul de l'inflation, soutiennent le pouvoir d'achat des ménages privés. La politique monétaire internationale devrait continuer à s'assouplir l'année prochaine. Les conditions de financement, plus favorables, devraient stimuler la demande par la suite. Dans l'ensemble, le groupe d'experts estime que la croissance de la demande mondiale sera légèrement inférieure à la moyenne en 2025 et en 2026.[28]

Zone euro

Dans la zone euro, le PIB a augmenté de 0,4 % au 3e trimestre 2024 (graphique 36). La demande intérieure a contribué positivement, et sur une large échelle, à cette évolution : la consommation des ménages, en particulier, a fortement augmenté, mais la consommation de l'État a elle aussi continué de progresser. Après deux trimestres de baisse, les investissements ont également augmenté, notamment grâce à la hausse des dépenses en propriété intellectuelle. En revanche, les investissements dans les machines et le logement ont continué de fléchir. Le commerce extérieur a été globalement ralenti par la baisse des exportations.

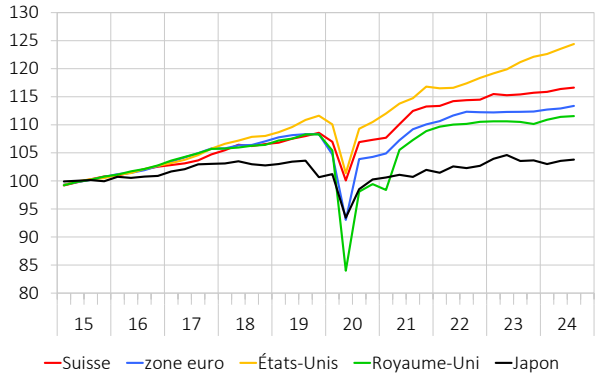
On observe de nettes différences entre les pays : en **Allemagne**, le PIB a augmenté de 0,1 % après s'être contracté au trimestre précédent (graphique 37). La consommation, publique comme privée, a été le principal moteur de cette croissance. Les exportations, en revanche, ont diminué. En **France**, le PIB a augmenté de 0,4 %. Les Jeux olympiques d'été, qui ont notamment stimulé la consommation du côté des ménages, ont probablement joué un rôle dans ce résultat. En **Italie** (0,0 %), où la hausse de la consommation a été compensée par une contribution négative du commerce extérieur et de l'investissement, le PIB n'a fait que stagner. En **Espagne** (0,8 %), le PIB a continué de croître fortement, soutenu par la consommation privée et publique. En revanche, l'investissement

[27] Sauf indication contraire, le texte qui suit fait référence aux taux de croissance réels et désaisonnalisés des agrégats économiques par rapport au trimestre précédent, ainsi qu'aux données désaisonnalisées du marché du travail. Clôture de la rédaction du chapitre « Environnement international et monétaire » : 6 décembre 2024.

[28] Prévisions du Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions conjoncturelles : v. « Incertitudes liées à la future politique commerciale et économique des États-Unis » dans les Tendances conjoncturelles Hiver 2024 / 2025 sous https://www.seco.admin.ch/tendances-conjoncturelles.

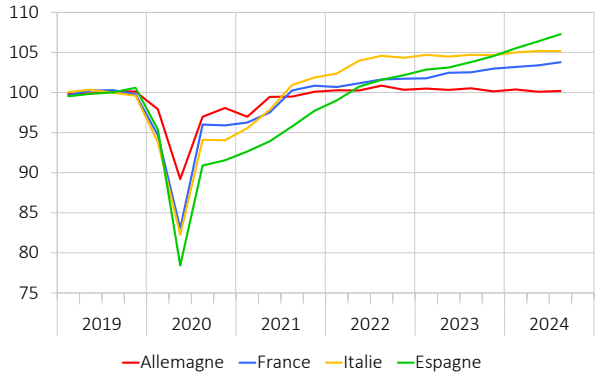
et le commerce extérieur ont apporté une contribution négative.

graphique 36 : PIB, comparaison internationale
valeurs réelles désaisonnalisées (Suisse : corrigé des événements sportifs), moyenne de 2015 = 100



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

graphique 37 : PIB, divers pays de la zone euro
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2019 = 100

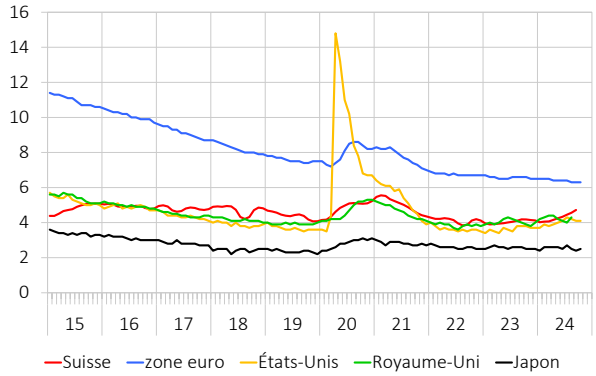


source : Eurostat

La situation sur le marché du travail est restée positive jusqu'à récemment : dans la zone euro, le taux de chômage s'est maintenu en octobre à un plancher record de 6,3 % (graphique 38). Alors qu'il stagnait à des niveaux relativement bas en Allemagne (3,4 %) et en Espagne (11,2 %), il continuait de se réduire en Italie (5,8 %). En France, par contre, il a légèrement augmenté (7,6 %).

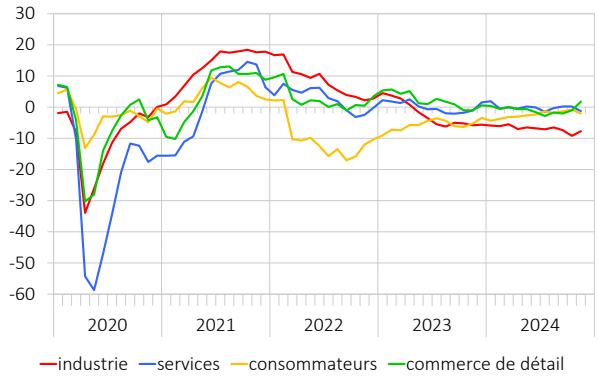
Les indicateurs usuels montrent, à l'heure actuelle, un tableau sombre de la conjoncture dans la zone euro. En novembre, l'indicateur du climat économique est resté largement en dessous de sa moyenne à long terme. La confiance des entreprises du secteur industriel est restée nettement inférieure à la moyenne, de même que les indicateurs du secteur des services et des ménages, qui affichaient récemment des valeurs inférieures à leur moyenne historique. Seul le commerce de détail a vu son climat conjoncturel s'améliorer notablement en novembre (graphique 39).

graphique 38 : Chômage, comparaison internationale
taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %



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

graphique 39 : 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

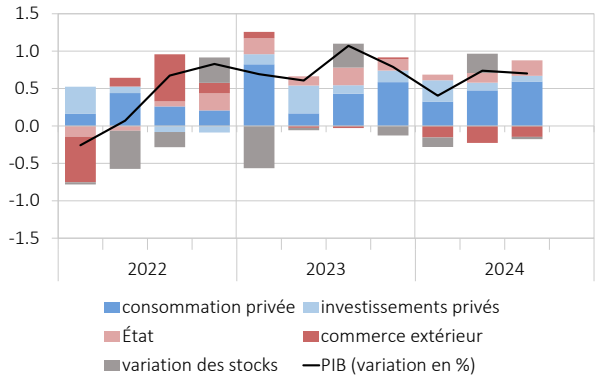
Dans l'ensemble, les perspectives sont mitigées. Certes, la consommation privée devrait jouer un rôle de soutien dans la mesure où la situation sur le marché du travail est bonne et où les salaires réels augmentent. Mais les activités d'investissement ne devraient plus donner d'impulsions notables avant l'année prochaine, une fois que le taux d'utilisation des capacités aura augmenté et que les conditions de financement se seront encore améliorées. Compte tenu de la faiblesse de l'économie allemande, le groupe d'experts s'attend à une croissance légèrement plus lente en 2025. Sous l'effet d'une consommation plus forte et d'une augmentation du taux d'utilisation des capacités, le PIB devrait à nouveau progresser un peu plus rapidement en 2026.

États-Unis

Aux États-Unis, le PIB a de nouveau progressé de 0,7 % au 3e trimestre 2024 (graphique 36, graphique 40). La croissance a été, comme précédemment, tirée par l'économie intérieure. La consommation, tant privée que publique, a encore fortement augmenté. L'activité d'investissement a elle aussi donné des impulsions positives,

bien que moins fortes qu'au cours des trimestres précédents. Les investissements en biens d'équipement et en propriété intellectuelle ont connu une hausse, tandis que les investissements dans le bâtiment ont diminué. Profitant de la solidité de la demande intérieure, les importations ont également connu une forte progression, si bien que l'impulsion donnée par le commerce extérieur a été d'ordre négatif, malgré la hausse des exportations.

graphique 40 : Contributions 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 stabilisée en novembre : l'emploi a connu une forte augmentation de 227 000 postes en novembre, mais le mois précédent a subi une distorsion à la baisse du fait des grèves chez Boeing et des intempéries, si bien qu'il convient d'interpréter avec prudence cette récente forte hausse. Le taux de chômage est passé à 4,2 % en novembre, soit 0,5 point de pourcentage de plus qu'en début d'année. Ce taux reste cependant faible en comparaison historique. Le nombre d'emplois vacants, qui a eu tendance à poursuivre son recul au cours des derniers mois, se rapproche du nombre des chômeurs. En revanche, les salaires réels ont progressé à un rythme plus soutenu grâce au recul de l'inflation et à une légère accélération de la croissance des salaires.

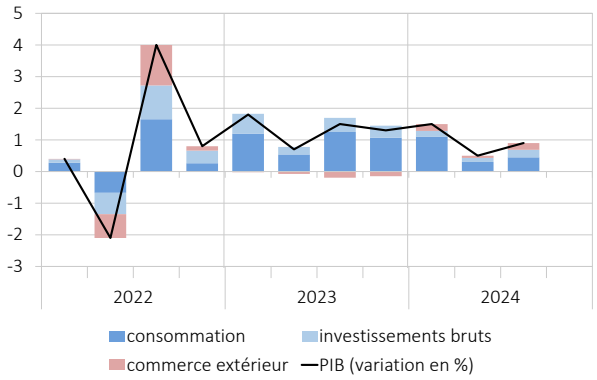
Les indicateurs usuels pour le 4e trimestre montrent une nouvelle hausse de la consommation privée : les dépenses de consommation et les chiffres d'affaires du commerce de détail ont continué d'augmenter en octobre, et une nouvelle amélioration du climat de consommation a été signalée en novembre dans la statistique publiée par l'Université du Michigan. Les estimations fournies par les entreprises du secteur des services, telles que mesurées par le PMI, sont restées optimistes selon les données les plus récentes. En revanche, la production industrielle s'est contractée en octobre, un recul de l'activité économique dans ce secteur étant également observable dans le PMI de l'industrie en novembre.

La consommation privée devrait continuer à fournir des impulsions l'an prochain, mais à un rythme plus lent, compte tenu de la situation moins favorable sur le marché du travail et de la progression plus faible des salaires réels. Les investissements, en revanche, devraient continuer à jouer un rôle de soutien, notamment en raison de l'importante demande de logements liée au fort développement démographique. Pour l'année prochaine, le groupe d'experts revoit ses prévisions légèrement à la hausse. La croissance devrait se normaliser aux États-Unis à partir de 2026. Les perspectives sont toutefois accompagnées de grandes incertitudes concernant la politique économique et commerciale de la nouvelle administration en place (v. encadré p. 23).

Chine

En Chine, le PIB a progressé de 0,9 % au 3e trimestre (graphique 41, graphique 42). En phase avec un léger rebond des chiffres d'affaires du commerce de détail, la consommation a apporté une contribution à la croissance du PIB légèrement plus importante qu'au trimestre précédent, bien que la progression ait été faible par rapport à 2023. Les ménages restent peu enclins à effectuer des dépenses supplémentaires, ce qui se traduit par un climat de consommation très faible. L'activité d'investissement a progressé un peu plus rapidement qu'au trimestre précédent : alors que les investissements dans l'immobilier ont continué de fléchir, les investissements dans les infrastructures et l'équipement ont augmenté. Les exportations ont cependant, une fois encore, nettement progressé, ce qui a permis au commerce extérieur, dans son ensemble, de contribuer positivement à la croissance du PIB.

graphique 41 : Contributions au PIB, Chine
valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage



sources : NBS Chine, Macrobond

Les indicateurs usuels traduisent actuellement une légère accélération : en effet, les exportations ont nettement augmenté en novembre. Les PMI du bureau national des statistiques de la Chine sont en outre repassés au-dessus du seuil d'expansion de 50 points, tant en ce qui

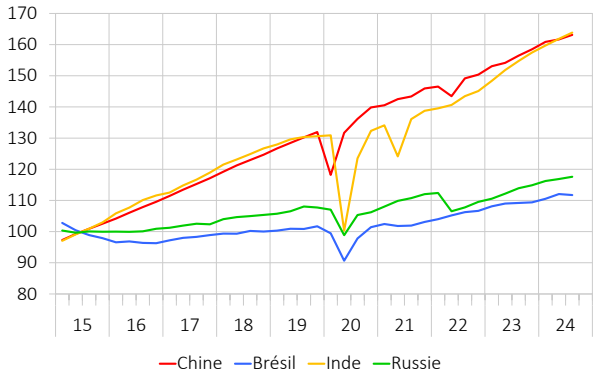
concerne l'industrie que le secteur des services. Seul le secteur de la construction a vu son PMI s'affaiblir à 49,7 points, son plus faible niveau depuis février 2020. La crise se poursuit dans le secteur immobilier : en effet, les prix de l'immobilier continuent de baisser, et les mises en chantier, de même que les ventes, sont faibles en comparaison historique. Cette situation continue de peser sur l'économie intérieure et de réduire la confiance des ménages. Les mesures récemment adoptées par le gouvernement central, telles que le rééchelonnement de la dette des gouvernements locaux et la baisse des taux d'intérêt, devraient certes avoir un léger effet de soutien, mais elles ne devraient pas suffire à redresser durablement la confiance des ménages et la consommation. Dans l'ensemble, l'économie chinoise devrait connaître une évolution modérée au cours des prochains trimestres. Compte tenu des changements structurels de l'économie, en Chine, et de son évolution démographique, le groupe d'experts s'attend à un ralentissement de sa croissance économique en 2025 et en 2026.

Autres pays

Au **Royaume-Uni**, le PIB n'a augmenté que de 0,1 % au 3e trimestre, ce qui constitue un net ralentissement par rapport au trimestre précédent (graphique 36). Tant les dépenses de consommation des ménages que la consommation publique ont augmenté. L'investissement a également progressé, en particulier dans les véhicules. En revanche, les exportations ont reculé pour la troisième fois consécutive. Dans l'ensemble, le commerce extérieur a néanmoins contribué positivement à la croissance du PIB, grâce à d'importants mouvements d'or non monétaire.[29] Mais ceci a été contrebalancé par une impulsion nettement négative des stocks. Les indicateurs usuels ne laissent entrevoir qu'une modeste croissance au cours des prochains trimestres. En effet, une baisse de la production industrielle et des chiffres d'affaires du commerce de détail a été observée, respectivement, en septembre et en octobre. La confiance des consommateurs, en novembre, était plus faible qu'au trimestre précédent, à l'instar des PMI des secteurs des services et de la construction. Le PMI pour l'industrie est même repassé sous le seuil d'expansion. Le groupe d'experts revoit légèrement à la baisse ses prévisions pour 2025. En 2026, la croissance devrait être un peu plus soutenue, grâce à l'amélioration des conditions de financement.

Selon les premières estimations, le PIB du **Japon** a augmenté de 0,2 % au 3e trimestre (graphique 36). La consommation privée, qui contribue pour moitié environ au PIB, a poursuivi sa forte croissance grâce à la hausse des salaires et à la baisse d'impôts en juin. Des impulsions ont également été données par la consommation publique. En revanche, l'investissement a stagné alors qu'il avait fortement augmenté au trimestre précédent. Dans le contexte d'une forte demande de consommation, les importations se sont également accrues, si bien que le commerce extérieur a globalement exercé un effet de frein en dépit de la hausse des exportations. À court terme, les indicateurs usuels laissent entrevoir une faible croissance. Par la suite, la hausse des salaires réels et le taux de chômage devraient toutefois soutenir la consommation privée. L'activité d'investissement devrait augmenter elle aussi, compte tenu des taux d'intérêt réels négatifs. Pour 2025, le groupe d'experts prévoit une croissance légèrement plus forte qu'auparavant. En 2026, celle-ci devrait se normaliser.

graphique 42 : PIB, pays du groupe Bric
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2015 = 100



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

En **Inde**, la croissance du PIB a légèrement fléchi au 3e trimestre. Si la demande intérieure n'a donné que peu d'impulsions, les exportations ont repris de plus belle (graphique 42). Pour les trimestres à venir, les indicateurs usuels laissent entrevoir une croissance un peu plus faible encore. En **Russie**, le PIB devrait avoir progressé à un rythme similaire à celui du trimestre précédent. Certes, l'économie est toujours soutenue par l'augmentation de la production de matériel militaire ainsi que par le plancher record du chômage, mais le niveau élevé de l'inflation et le resserrement de la politique monétaire devraient constituer des freins. Selon les indicateurs avancés, la croissance devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres. Le PIB du **Brésil** a à nouveau progressé à un rythme supérieur à la moyenne au 3e trimestre, grâce à une forte demande intérieure. Les indicateurs laissent entrevoir un ralentissement de la croissance pour les trimestres à venir. Pour l'agrégat des **pays du Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts table sur une croissance inférieure à la moyenne en 2025 et 2026.

[29] De tels mouvements sont plus courants dans les chiffres du Royaume-Uni. Ils sont comptabilisés côté dépenses dans la rubrique « Variation des stocks et acquisitions moins cessions d'objets de valeur », si bien que leur effet sur la croissance du PIB est nul.

Encadré : Incertitudes liées à la future politique commerciale et économique des États-Unis

L'orientation future de la **politique commerciale et économique** de la nouvelle administration américaine est actuellement très **incertaine**. Pendant la campagne électorale et après la victoire des républicains, plusieurs annonces ont suscité une grande attention du public, notamment : droits de douane, allègements fiscaux pour les ménages et les entreprises, large dérégulation de l'économie américaine, augmentation de la production de pétrole et de gaz et expulsion de millions d'immigrants illégaux. Il faudra attendre l'entrée en fonction, en janvier 2025, de l'administration nouvellement élue pour savoir dans quelle mesure ces annonces seront effectivement mises en œuvre. En conséquence, l'impact économique sur les États-Unis et sur d'autres pays est également difficile à évaluer à l'heure actuelle. Nous présentons ci-après quelques canaux par lesquels les mesures mentionnées sont susceptibles de déployer leurs effets.

Les réductions des taux d'imposition des ménages et des entreprises accéléreraient à court terme la demande et la croissance économique aux États-Unis. Mais elles auraient également un effet inflationniste. Elles pourraient en outre entraîner une augmentation des déficits publics et accroître la **dette publique**, déjà très élevée, des États-Unis. Cela entraînerait une nouvelle hausse des taux d'intérêt à long terme, ce qui aggraverait les risques pour la solvabilité des débiteurs et, en fin de compte, pour la stabilité du système financier.

Un accroissement des **activités extractives** et **de la déréglementation** pourrait renforcer la croissance économique du côté de l'offre et modérer l'évolution des prix. En revanche, des restrictions à l'**immigration**, voire l'expulsion des immigrants clandestins, réduiraient le potentiel de production de l'ensemble de l'économie. La pénurie de main-d'œuvre s'en trouverait encore aggravée. Les pressions qui s'ensuivraient sur les salaires auraient en outre un effet inflationniste.

Des droits de douane élevés vis-à-vis de tous les partenaires commerciaux, mais aussi des droits de douane supplémentaires vis-à-vis de certains pays, pourraient sans doute inciter à délocaliser certaines activités productives vers les États-Unis à moyen terme. Néanmoins, ces mesures auraient un effet contre-productif sur plusieurs plans, d'autant plus que les droits de douane actuellement annoncés seraient beaucoup plus larges que ceux imposés en 2018 par la dernière administration républicaine américaine. Les biens de consommation et les biens intermédiaires importés renchériraient en raison des taxes ; une délocalisation de certaines productions à partir de sites plus avantageux aux États-Unis ferait également augmenter les coûts de production. La répercussion, sur les consommateurs finaux, des coûts supplémentaires liés aux droits de douane entraînerait une hausse des prix en conséquence.

En outre, il est difficile de définir quelles **contre-mesures** commerciales seraient adoptées par les pays visés par les droits de douane. À moyen terme, l'entrée des grandes zones économiques dans une spirale protectionniste serait particulièrement néfaste. Toutefois, à court terme, l'anticipation de taxes douanières supplémentaires pourrait stimuler la demande : par « **effet d'anticipation** », les entreprises et les ménages américains pourraient tendre à réapprovisionner leurs stocks ou à anticiper leurs achats avant l'introduction des taxes supplémentaires.

Certaines des mesures annoncées sont donc susceptibles d'entraîner une accélération de la croissance à court terme aux États-Unis. Pour le **reste du monde**, il est plausible que cela ait un impact positif sur la **demande d'exportation**. Une augmentation de la production de pétrole aux États-Unis pourrait faire baisser les prix de l'énergie et l'inflation dans de nombreuses zones.

Si toutes les mesures annoncées venaient à être mises en œuvre, il faudrait toutefois s'attendre à une baisse du potentiel de croissance et à une hausse de l'inflation aux États-Unis à moyen terme, ce qui obligerait la **politique monétaire** à adopter une orientation plus restrictive. Des conditions monétaires trop souples ne feraient qu'alimenter l'inflation et affaiblir le dollar US.

La perte d'efficacité des chaînes d'approvisionnement mondiales et l'affaiblissement de l'impulsion donnée à la croissance par les États-Unis pourraient également freiner la croissance dans d'autres pays et entraîner des effets de stagnation économique et d'inflation au niveau mondial. L'impact spécifique sur les pays, les secteurs et les entreprises dépendra des circonstances. Il se peut, notamment, qu'une réorientation des exportations des États-Unis vers les pays européens fasse baisser l'**inflation** en Europe dans un premier temps.

L'incertitude reste élevée pour le moment. Des estimations plus précises sur les mesures adoptées et leur impact ne devraient être possibles qu'au cours du prochain semestre.

Rédaction : Stefan Neuwirth

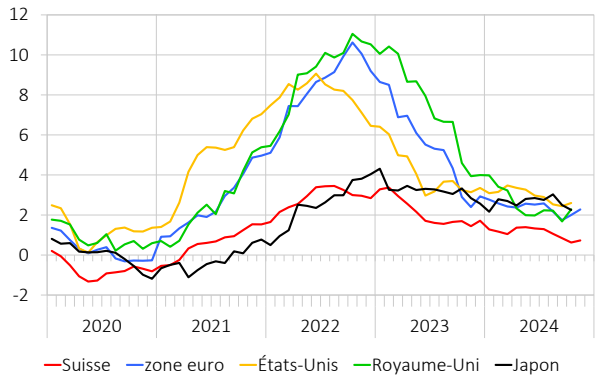
Cadre monétaire

Prix au niveau international

Dans de nombreux pays, l'inflation a encore légèrement reculé en automne et ne s'éloigne plus que très peu de la zone cible de la politique monétaire (graphique 43). Cette évolution est principalement due à la baisse du prix du pétrole. En revanche, l'inflation sous-jacente – qui exclut les composantes volatiles telles que l'énergie et les produits frais – reste nettement éloignée de la zone cible, et ce sur une large échelle (graphique 44).

Sur ce dernier point, c'est l'évolution des prix des services qui est en cause, leurs taux de croissance restant supérieurs à la moyenne dans de nombreux pays. En conséquence, l'inflation sous-jacente n'a pratiquement pas diminué, ayant même augmenté dans certains pays.

graphique 43 : Inflation
variation sur un an en %



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

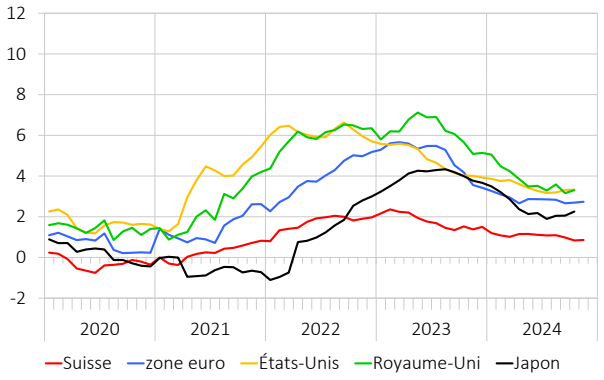
Aux **États-Unis**, l'inflation a récemment diminué, mais dans une moindre mesure que ce que laissait supposer la baisse des prix du pétrole (octobre : 2,6 %). L'inflation sous-jacente, en particulier, est légèrement repartie à la hausse au cours des derniers mois (octobre : 3,3 %), en raison notamment d'une inflation toujours élevée dans les services. Ainsi, la situation sur le marché du travail reste très bonne et les salaires ont connu une évolution supérieure à la moyenne, ces développements se reflétant dans la hausse des prix des services.

Au **Royaume-Uni**, l'inflation est restée proche de l'objectif de 2 % (octobre : 2,3 %). Ce fait tient essentiellement aux prix de l'énergie, qui freinent l'inflation. Les prix de l'électricité et du gaz, en particulier, sont nettement inférieurs aux niveaux d'il y a un an. En revanche, l'inflation sous-jacente (3,3 % en octobre) reste supérieure à la moyenne des deux décennies qui ont précédé la pandémie.

En **Suisse**, l'inflation a continué de reculer au cours des derniers mois (novembre : 0,7 % ; inflation sous-jacente : 0,9 %). Cette tendance s'explique non seulement par la baisse du prix du pétrole et la force du franc suisse, qui entraînent une diminution des prix à l'importation, mais aussi par un recul de l'inflation dans les services. Ainsi, pour la première fois depuis le second semestre 2020, la contribution des loyers a diminué, bien qu'elle demeure supérieure à la moyenne. À partir de janvier, on peut s'attendre à des taux d'inflation encore nettement plus faibles, étant donné la baisse des tarifs de l'électricité.

Dans la **zone euro**, la normalisation de l'inflation s'est poursuivie, globalement, au cours des derniers mois. Selon l'estimation rapide, elle est revenue à un taux de 2,3 % en novembre. Quant à l'inflation sous-jacente, elle s'est légèrement repliée ces derniers mois, s'établissant à 2,7 % en novembre, mais reste toutefois nettement supérieure à l'objectif d'inflation de la BCE. Cette situation s'explique par l'évolution des prix dans les services, dont le taux d'inflation, l'an passé, s'était maintenu aux environs de 4 %.

graphique 44 : Inflation sous-jacente
variation sur un an en %



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

Au **Japon** également, l'inflation a reculé (octobre : 2,3 %) suite à la baisse des prix du pétrole. L'inflation sous-jacente (hors énergie et produits frais), en revanche, a augmenté (octobre : 2,3 %). Globalement, l'inflation au Japon se maintient ainsi à des niveaux inhabituellement élevés.

Politique monétaire

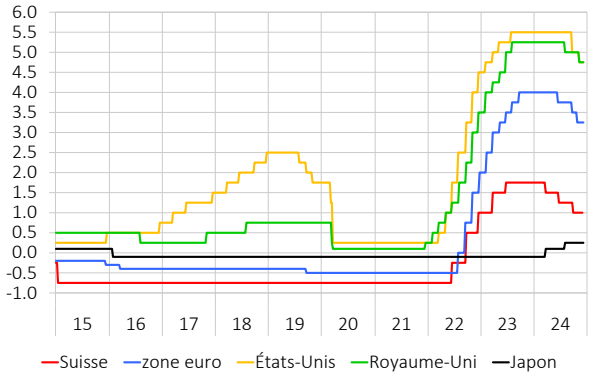
Vu la baisse de l'inflation et des perspectives y relatives, de nombreuses banques centrales ont récemment continué de réduire leurs taux directeurs, à l'exception de la Banque du Japon, qui a décidé, fin juillet, de relever ses taux une fois de plus.

La **Banque nationale suisse** (BNS) a poursuivi son cycle d'assouplissement monétaire en réduisant pour la troisième fois, à mi-septembre, son taux directeur de 25 points de base, le ramenant ainsi à 1,0 % (graphique 45). La BNS a justifié cette décision par le nouveau relâchement des pressions inflationnistes. Depuis lors, les chiffres de l'inflation ont été à nouveau plus bas que prévu. Pour 2025, on peut s'attendre à de faibles taux d'inflation, notamment en raison des effets de base des loyers et de la baisse des tarifs de l'électricité. Les marchés financiers ont considéré comme certaine la poursuite de la baisse des taux en décembre, anticipant même pour la plupart une baisse de 50 points de base.

La **Banque centrale européenne** (BCE) et la **Banque d'Angleterre** (BoE) ont également poursuivi leurs cycles d'assouplissement monétaire à l'automne. La BCE a même accéléré le rythme de ses interventions. Elle a ainsi abaissé le taux de dépôt de 25 points de base lors de sa réunion de septembre, et une nouvelle fois en octobre, pour le porter à 3,25 %. Les acteurs sur les marchés s'attendent en outre à un assouplissement plus rapide par la suite, compte tenu de la diminution de l'inflation et de la faiblesse de la conjoncture dans certains pays membres. En ce qui concerne la réunion de décembre, les marchés financiers s'attendent à une nouvelle baisse des taux de 25 points de base au moins. On s'attend à ce qu'ils tombent à environ 2,0 % d'ici à juin. La BoE a, elle aussi, poursuivi son cycle d'assouplissement, mais toutefois plus lentement que la BCE, étant donné la persistance de l'inflation sous-jacente. En septembre, la BoE a réduit une seconde fois son taux directeur de 25 points de base, pour le ramener à 4,75 %. Les marchés financiers s'attendent à un nouvel assouplissement en décembre.

Lors de sa réunion de septembre, la **Réserve fédérale américaine** (Fed) a elle aussi amorcé le virage des taux d'intérêt en les portant à 5,0 %, ce qui représente une importante hausse de 50 points de base. Les marchés s'attendaient précisément à une hausse de cette ampleur en décembre, ainsi qu'à un nouvel assouplissement plus progressif en 2025. Ce développement semble s'expliquer non seulement par le niveau toujours élevé de l'inflation sous-jacente, mais aussi par la perception de risques inflationnistes accrus en raison des mesures annoncées par la future administration Trump (v. encadré p. 23).

graphique 45 : Taux d'intérêt directeurs
en %



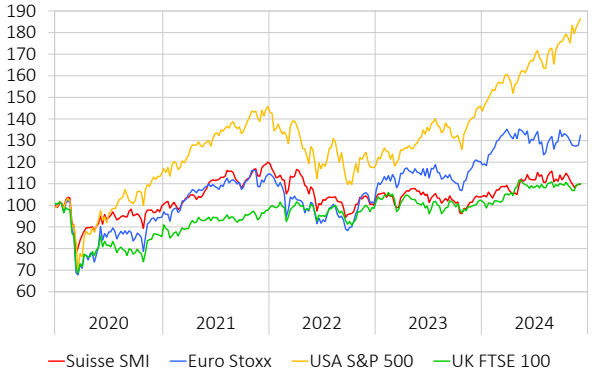
sources : BNS, BCE, Fed, BoE, BoJ

Suite à deux hausses de taux en mars et en juillet, la **Banque du Japon** (BoJ) a décidé, lors de sa réunion d'octobre, de maintenir son taux directeur à 0,25 %. Vu la persistance d'une inflation élevée et la hausse des salaires, la BoJ a laissé entrevoir l'éventualité d'un nouveau resserrement. On peut toutefois supposer qu'elle restera prudente à cet égard.

Marchés des actions

Les divergences sur les marchés des actions se sont encore accentuées ces derniers mois. Au-delà des différents développements conjoncturels, il est probable que les résultats des élections aux États-Unis et les diverses annonces faites par la future administration Trump jouent également un rôle dans cette hétérogénéité. Ainsi, les marchés des actions aux États-Unis ont de nouveau accru leur performance depuis le début de l'année (+30 % ; état à début décembre). Dans la zone euro et au Royaume-Uni, l'évolution était, en moyenne, encore légèrement positive à l'automne. Sur ces marchés des actions, les performances par rapport au début de l'année étaient respectivement de 11,5 % et 8 % début décembre. En Suisse, récemment, les cours se sont même repliés (performance depuis le début de l'année : 5,3 % ; graphique 46).

graphique 46 : Marchés des actions
moyenne de janvier 2020 = 100

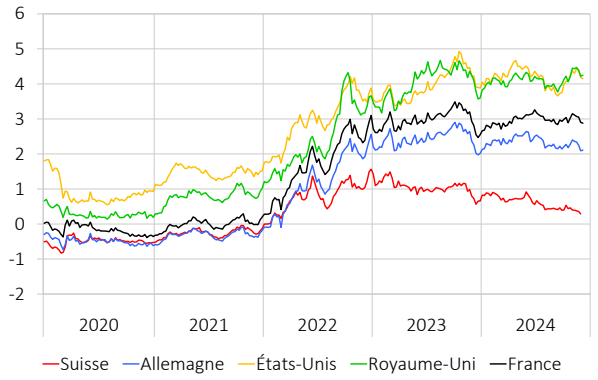


sources : SWX, Stoxx, S&P Dow Jones, CSI

Marchés des capitaux

La divergence des attentes en matière de politique monétaire se reflète également sur les marchés des capitaux. En Suisse, comme en Allemagne et dans d'autres pays de la zone euro, les rendements des emprunts d'État à 10 ans ont continué de diminuer face aux assouplissements monétaires déjà mis en œuvre ou attendus (graphique 47). En Suisse, les rendements des emprunts d'État à 10 ans sont même passés, sur une base journalière, sous la barre des 20 points de base début décembre. La situation se présente différemment en France, où les taux ont évolué latéralement sur fond d'incertitude politique, tandis que l'écart par rapport aux taux en Allemagne s'est creusé. Aux États-Unis et au Royaume-Uni, où l'inflation sous-jacente est encore forte et où des assouplissements monétaires de moindre ampleur sont attendus, les rendements des emprunts d'État à dix ans sont repartis à la hausse depuis l'automne.

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

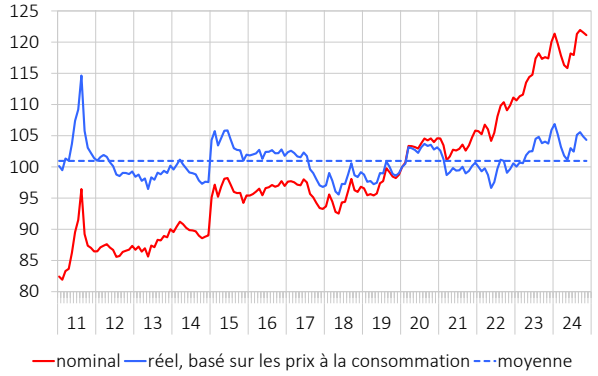


source : Macrobond Financial AB

Cours de change

Récemment, le franc continuait de s'apprécier face à l'euro, atteignant un nouveau sommet en novembre. Par contre, il s'est déprécié face à d'autres monnaies, en particulier le dollar US, l'écart se creusant entre les taux d'intérêt. Globalement, il en résulte, en valeurs pondérées par les échanges commerciaux, une légère dépréciation tant nominale que réelle. En termes réels, le franc reste toutefois fortement valorisé malgré ce récent mouvement. En novembre, il était supérieur de 3,3 % à sa moyenne à long terme (graphique 48).

graphique 48 : Indices du cours de change effectif du franc suisse
janvier 2020 = 100



source : BNS