



REVUE TRIMESTRIELLE  
MONDE & ÉMERGENTS - Q4 2023

---

# Le risque géopolitique à son maximum

Le risque géopolitique à son maximum

Le Fonds monétaire international (FMI), qui a publié ses **dernières perspectives pour l'économie mondiale le 10 octobre** dernier, laisse ses prévisions quasi inchangées par rapport à celles de juillet. Selon le FMI, l'économie mondiale devrait progresser de 3% cette année et de 2.9% en 2024, un niveau inférieur à sa moyenne historique. La moyenne mondiale masque des divergences importantes entre les pays industrialisés et émergents. Dans ces derniers, la croissance du PIB se maintiendrait à 4%, alors que les pays riches devaient subir un ralentissement de leur PIB à 1.5%. Dans les pays émergents, la croissance économique en Chine, ralentie par le ralentissement de la demande mondiale et par la crise de l'immobilier, serait rattrapée par d'autres pays, comme le Brésil et l'Inde. L'inflation mondiale ralentit et devrait ressortir à 5.9% à la fin de l'année, contre 9.5% il y a un an. Ce ralentissement est plus lent que prévu et dépasse les prévisions de la majorité des banques centrales. Le FMI constate également qu'il n'y a pas de signe d'une spirale inflationniste alimentée par une hausse des salaires. En revanche, la fragmentation de l'économie inquiète, en particulier les nouvelles barrières aux échanges internationaux. Par ailleurs, l'inflation, la hausse des taux d'intérêt et surtout les conséquences des guerres en Ukraine et au Proche-Orient demeurent des risques importants.

Fig.1: Monde: PMI composite

Source: Barclays



Fig.2: Etats-Unis: taux longs

Source: Barclays



Un des enseignements du 3e trimestre est la poursuite du décrochage de l'Europe. En effet, alors que la croissance économique de la zone euro s'est contractée de 0.4% l'an (t/t), celle des Etats-Unis a progressé de 4.9% l'an. Depuis 15 ans, l'écart de croissance ne cesse de croître des deux côtés de l'Atlantique Nord. A chaque crise, l'Europe perd quelques points de croissance face aux Etats-Unis. Selon l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE), depuis 2007, la croissance par habitant a progressé de 19.2% outre-Atlantique, contre seulement de 7.6% dans la zone euro, soit un écart de près de 12 points. Désormais, le revenu moyen des Américains dépasse de plus de 20% celui des Européens. La principale raison de cet écart croissant est la différence de politique budgétaire des deux côtés de l'Atlantique. Ainsi, le déficit américain en 2020 et 2021 était de respectivement 14% et 11.6% du PIB, contre 7.1% et 5.3% dans la zone euro. Les ménages et les industries américains ont donc bénéficié du soutien colossal de leur gouvernement. En août 2022, le gouvernement américain a encore lancé un nouveau plan de soutien à l'industrie de 400 milliards de dollars. Corolaire de ces dépenses massives, le déficit public américain devrait rester aux alentours de 7% du PIB jusqu'en 2028 et la dette publique pourrait atteindre près de 140% du PIB en 2028. Rien de tout ça en Europe et, dans la configuration actuelle, le décrochage devrait donc se poursuivre.



Les taux longs se sont brutalement tendus ces dernières semaines. Les taux souverains américains ressortent à leur plus haut depuis 2007. Ce n'est évidemment pas une bonne nouvelle pour l'activité, en particulier pour le secteur de la construction. Les raisons de la remontée des taux longs sont multiples. D'abord, la résistance de la croissance économique, en particulier aux Etats-Unis, a surpris. Par ailleurs, l'inflation pourrait résister plus longtemps à un niveau plus élevé. Enfin, les taux à court terme ont suivi les hausses de la Fed, poussant toutes les échéances à la hausse. En Europe, la situation est similaire avec une hausse des taux directeurs à 4%, un record historique. Les taux longs ne devraient pas refluer rapidement en raison des nombreux risques qui subsistent. Par ailleurs, la réduction à marche forcée des bilans des banques centrales va conduire à un resserrement supplémentaire des conditions financières. Dans les pays « périphériques », l'absence de croissance pourrait générer des dérapages budgétaires et entraîner une hausse des « spreads » souverains par rapport aux taux allemands.

Les politiques monétaires ont atteint leur plus haut, que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe. Ainsi, la BCE, qui a procédé à un relèvement de ses taux de 450 points de base en un plus d'un an, a désormais une politique monétaire restrictive. Les taux devraient rester à leur niveau actuel au cours des prochains mois. A noter qu'une nouvelle hausse n'est pas exclue si l'inflation venait à rebondir suite à la hausse des prix de l'énergie. Si le scénario central de l'évolution de l'inflation s'avère correct, à savoir un retour vers 2% à la fin 2024, la BCE pourrait entamer une baisse de ses taux à partir de l'été prochain et revenir vers un taux neutre, aux alentours de 2.5%.

Fig.3: Taux d'intérêt en euro

Source: CA

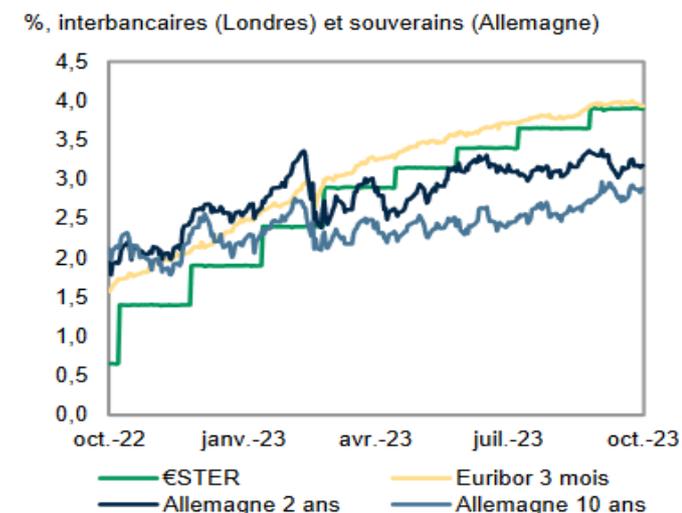
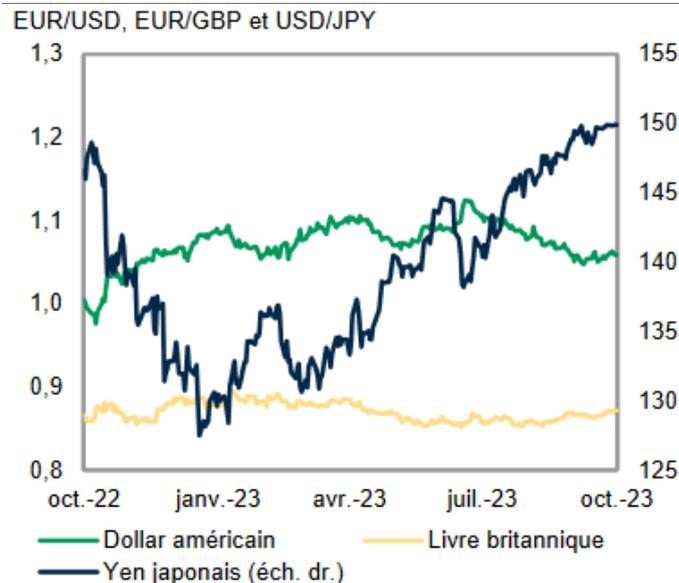


Fig.4 : Taux de change EUR/USD, EUR/GBP et USD/JPY

Source: CA

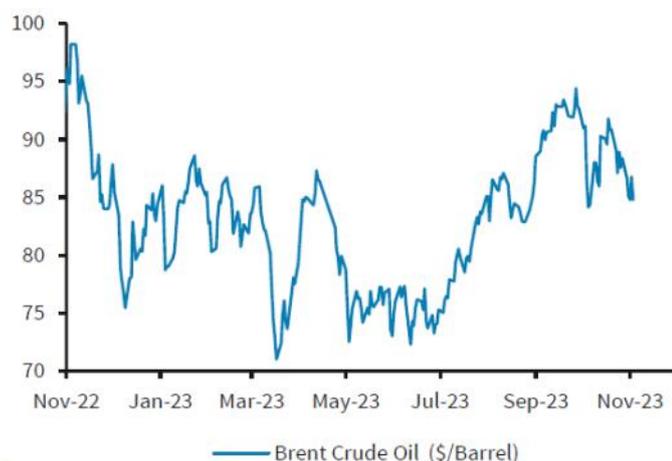


Sur le marché des taux de change, le dollar s'est renforcé par rapport à toutes les autres devises. Plusieurs facteurs sont à l'origine de cet attrait. D'abord, l'économie américaine résiste mieux à la morosité mondiale que les économies européennes. Par ailleurs, la remontée des taux longs, en lien avec les meilleures performances de l'activité, alimente l'aversion pour le risque et alimente des flux de capitaux vers le dollar. La devise européenne pourrait donc continuer à rester atone face au dollar au cours des prochaines semaines. Par ailleurs, l'euro a été particulièrement faible au cours des dernières semaines en raison par des « débouclages » massifs de positions acheteuses de l'euro, par le renforcement des anticipations de la baisse des taux directeurs par la BCE en 2024 et par l'élargissement des « spreads » à l'intérieur de la zone. En outre, les craintes d'une stagflation alimente également la désaffection des marchés pour la devise commune, en particulier ses conséquences sur les budgets italien et français et l'endettement de plusieurs pays. L'euro est désormais sous-évalué et ne devrait plus se déprécier face au dollar. Les devises émergentes sont restées fermes face au dollar en raison de la stabilisation de l'activité en Chine et de la poursuite de la baisse de l'inflation. Toutefois, une baisse rapide des taux d'intérêt liée au recul de l'inflation pourrait avoir comme conséquence un affaiblissement de ces devises au cours des prochaines semaines, surtout si les taux américains restent élevés. Ainsi, les devises d'Amérique latine, où des baisses de taux directeurs sont prévues, devraient performer moins bien que celles des autres pays émergents. En revanche, les devises asiatiques devraient rester fermes.

Comme prévu, les prix du pétrole sont restés fermes au cours des dernières semaines et les cours devraient rester au-dessus des 85 dollars le baril à moyen terme. Cette fermeté des cours est due principalement à la réduction supplémentaire en juillet dernier de la production d'un million de barils par jour par l'Arabie saoudite, alors que durant la période estivale, le royaume hachémite augmente habituellement sa production de 0.5 million. Par conséquent, l'été dernier, le marché a été privé de 1.5 million de barils provoquant une forte hausse des prix (25% pour le Brent). Les Etats-Unis n'ont pas été capables de compenser ces réductions de production, soulignant que le marché du pétrole est contrôlé par l'Arabie saoudite et ses alliée (Russie). Au cours des prochains mois, le marché devrait rester tendu. En effet, si l'Arabie saoudite n'augmente pas sa production, la hausse prévue de la demande d'un million de barils par jour en 2024, maintiendrait le marché sous pression et les prix pourraient bondir à près de 100 dollars le baril.

Les prix du gaz en Europe restent à la merci des conditions météorologiques. Dans le cas d'un hiver clément et d'une poursuite de la sobriété des consommateurs, le marché devrait passer la période hivernale sans problème. Par ailleurs, les importations européennes de gaz liquéfié ont permis de reconstituer les stocks plus rapidement que prévu pour faire à la demande accrue de l'hiver. En outre, la situation des autres énergies est sensiblement meilleure que l'année dernière. En effet, la disponibilité de l'énergie d'origine nucléaire (en particulier en France) est nettement meilleure que l'hiver dernier, ce qui devait limiter le recours à la production d'électricité avec les centrales à gaz. Selon toute vraisemblance, les prix du gaz ne devrait donc pas rebondir fortement au cours des prochains mois.

Fig.5 : Cours du baril de pétrole brut en USD  
Source: CA



Aux Etats-Unis, selon la première estimation du T3 2023, la croissance a accéléré à 4.9% l'an, ce qui est largement supérieur à ce qui avait été prévu, suggérant que la récession annoncée n'aura peut-être pas lieu. Ce rythme n'est évidemment pas soutenable au regard de la hausse des taux d'intérêt (courts et longs), de sorte que les prochains trimestres verraient un net ralentissement de l'activité. Sur l'ensemble de l'année, la croissance du PIB devrait atteindre 2.3%, avant de ralentir à moins de 1% en 2024. Le principal facteur de cette performance est la consommation des ménages. En effet, celle-ci bénéficie d'un marché du travail qui reste robuste et d'un recul de l'inflation qui donne du pouvoir d'achat réel supplémentaire aux ménages. Pourtant, le marché de l'emploi montre des signes de « détente » avec un recul des créations d'emploi depuis plusieurs mois (sauf pour septembre) et une remontée du taux de chômage qui pourrait atteindre 4.5% d'ici la fin de l'année prochaine, contre 3.8% en août dernier. Parallèlement à la hausse des revenus disponibles, les ménages ont accru leurs dépenses de consommation en puisant dans leur épargne qu'ils ont accumulé depuis la crise sanitaire. Au total, les ménages auraient déjà utilisé 1'500 milliards de dollars « d'épargne excédentaire » sur un total estimé de 2'300 milliards. Mais cette manne n'est pas sans fin et les ménages devront réduire leurs dépenses au cours des prochains mois. La hausse des taux hypothécaires à 30 ans qui ressortent à 7.3%, selon l'agence Freddie Mac, contre 3.5% environ avant le début du resserrement monétaire début 2022, provoque un recul du marché de l'immobilier résidentiel. Ainsi, les ventes de logements existants reculent de manière continue depuis février 2022 et les mises en chantier de nouveaux logements ressortent à leur plus bas depuis juin 2020. Ce secteur devrait encore reculer tant que les taux hypothécaires restent à des niveaux aussi élevés.

Fig.6 : Etats-Unis: indicateurs ISM  
Source: Barclays

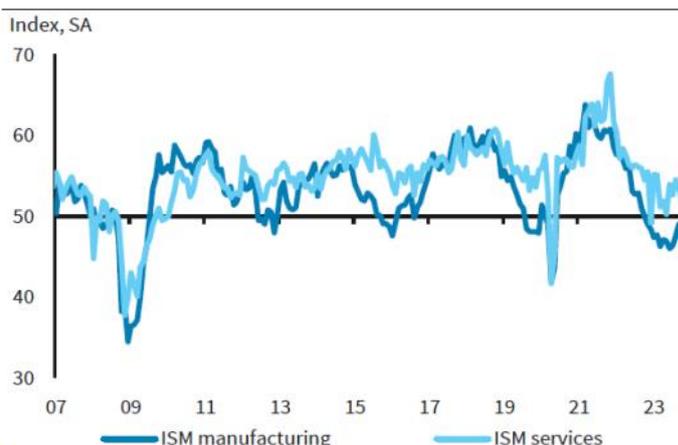
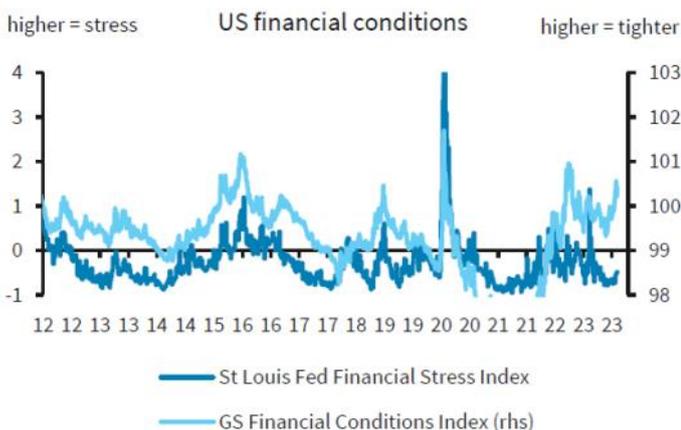


Fig. 7 : Etats-Unis: Taux et marché (SP500)  
Source: Barclays



En dépit d'un rebond de l'inflation pendant l'été dernier à 3.7% sur un an, contre 3.1% en juin, le Comité monétaire de la Fed (FOMC) a maintenu ses taux inchangé en août à 5.25%, après la hausse de 25 points en juillet. Selon le FOMC, une dernière hausse de taux devrait intervenir d'ici la fin de l'année, avant une baisse de 50 points prévue en 2024. Ceci est une révision à la hausse des taux pour la fin 2024. Avec une inflation qui a tendance à reculer (et qui devrait continuer à reculer au cours des prochains mois), le maintien des taux à ce niveau équivaut de facto à un resserrement monétaire qui se poursuit (hausse des taux réels). Plusieurs risques pourraient faire dérailler ces hypothèses. D'abord, la reprises des remboursements des prêts étudiants pourraient affecter la consommation des ménages plus que prévu. De plus, la hausse récente des prix du pétrole pourrait faire évoluer à la hausse les anticipations d'inflation. Enfin, les grèves persistantes dans le secteur automobile pourraient faire plonger la production industrielle.

Fig. 8 : Etats-Unis: conditions financières  
Source: Barclays



Le Japon a connu une croissance soutenue au cours du 1er semestre, tirée par les exportations. A près de 5% l'an au 2e trimestre, la croissance du PIB devrait revenir vers 1% dès le début de l'année prochaine. Mais, même avec une hausse de 1.3% du PIB prévue en 2024, il s'agirait de l'une des meilleures performances des pays industrialisés. L'économie japonaise a bénéficié d'un effet de rattrapage à la suite des levées tardives des mesures de restriction liées à la pandémie. Pour l'instant, les relais de croissance de la demande intérieure restent faibles. En effet, la consommation des ménages et l'investissement des entreprises restent encore à des niveaux inférieurs à ceux de 2019 et la demande mondiale adressée au Japon reste morose. En dépit d'un marché du travail qui reste tendu, comme le reflète les enquêtes Tankan (difficulté de recrutement des entreprises), les salaires progressent sur un rythme inférieur à celui de l'inflation et l'évolution des salaires réels n'a pas été positive depuis début 2022. Les ménages perdent donc du pouvoir d'achat et freinent leurs dépenses de consommation. Pourtant, les résultats des entreprises sont bons, même très bons. Ainsi, les profits des entreprises ont cru encore fortement au 1er trimestre de 9.5% (t/t) atteignant des niveaux record tant en termes absolus (26.9 trillions JPY), qu'en relatif (19.2% du PIB). La faiblesse du yen ces derniers mois a gonflé les résultats des entreprises. Par ailleurs, celles-ci, grâce à leurs implantations dans le monde entier, peuvent produire là où les coûts sont les plus bas. La faiblesse des investissements des entreprises, au regard de leurs résultats, reste pour l'instant une énigme. Compte tenu de l'évolution des salaires, la Banque du Japon ne devrait pas entamer sa normalisation monétaire avant le premier semestre de 2024. En effet, un resserrement monétaire, dans un contexte où l'inflation « intérieure » reste quasi nulle, pourrait engendrer une nouvelle récession.

Fig.9: Japon: taux de change JPY / USD et taux 10 ans  
Source: Barclays

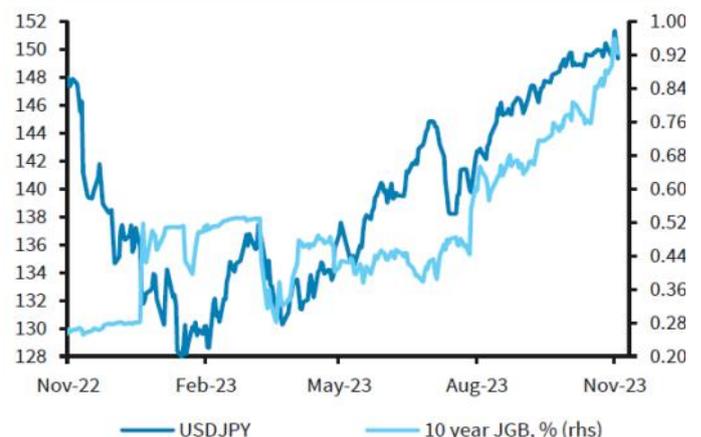


Fig. 10: Zone euro: indicateurs PMI

Source: SG



En Europe, en raison de la contraction du PIB en Allemagne prévue au 2e semestre (et sur l'ensemble de l'année) et de celle de la France au 3e trimestre, la croissance économique resterait faible, voire négative, jusqu'à la fin de l'année. Au total, le PIB ne devrait croître que de 0.5% cette année et ne devrait pas accélérer en 2024. La zone euro reste donc engluée dans ses problèmes de coût de production et d'absence de demande extérieure pour tirer ses exportations. Les enquêtes sur l'ensemble de la zone, comme les enquêtes nationales, suggèrent une poursuite de cette morosité. Pourtant, les enquêtes effectuées dans l'industrie laissent entrevoir que le point bas aurait été dépassé. Le secteur de la production est resté confronté à une demande faible (domestique et étrangère), mais également à une hausse significative du coût de la main d'œuvre. En effet, la hausse des salaires a accéléré à 5.4% sur un an au 2e trimestre engendrant un rebond du coût unitaire du travail à 6.5% sur un an. Le coût du travail progresse même de 8.2% dans les services. La productivité du travail recule donc de 1%. Grâce aux hausses de salaire massives et aux différentes aides de soutien (subvention des carburants par exemple), les ménages ont perdu relativement peu de pouvoir d'achat, en dépit d'une inflation marquée ces derniers mois. Par ailleurs, les réserves d'épargne, accumulées durant la pandémie et utilisées massivement depuis l'hiver dernier, ont permis à la consommation privée de progresser. Mais le retournement du marché du travail, en lien avec les difficultés de l'industrie, devrait freiner cet élan au cours des prochains mois. En effet, le taux de chômage, encore au plus bas actuellement, devrait remonter. La hausse des taux courts suite au resserrement monétaire massif opéré par la BCE et celle des taux longs a provoqué un repli de l'activité de la construction, que ce soit dans le secteur immobilier résidentiel, comme dans celui des bureaux.

En Allemagne, la poursuite de la dégradation de la conjoncture internationale, en particulier celle de plusieurs grands marchés d'exportation (Chine, Corée du Sud, etc.), continue d'affaiblir l'industrie. Cette dernière, qui avait été très affectée par la forte hausse des prix de l'énergie, n'a pas vu sa production se redresser avec le recul des prix du gaz. Ainsi, dans le secteur de la chimie, la production reste encore à -20% de son niveau d'avant la crise énergétique, en raison de délocalisations massives vers les pays où le prix de l'énergie est inférieur. Selon une enquête d'août de la chambre de commerce et d'industrie, près de 32% des industries prévoient ou avaient déjà réalisé une délocalisation. Le secteur de l'automobile est, quant à lui, confronté au retard considérable pris dans « l'électrification ». Enfin, le secteur de la construction est au plus bas suite à la hausse des taux d'intérêt de ces derniers mois. Cette morosité devrait avoir comme conséquence une contraction du PIB cette année comprise entre 0.4% (prévision IFO) et 0.6% (prévision RWI Essen).

Pour soutenir l'économie, le gouvernement propose de subventionner l'électricité pour les entreprises pour un coût de 30 milliards d'ici 2030 pour enrayer les délocalisations. Mais ceci doit être approuvé par Bruxelles et ne fait pas l'unanimité outre-Rhin (pourquoi favoriser un secteur plutôt qu'un autre ?). D'autres propositions moins coûteuses (7 milliards) dans un contexte de « frein à l'endettement » concerne l'amélioration de la compétitivité du pays. Dans tous les cas, le seul espoir d'amélioration à court terme réside dans la consommation des ménages qui devrait rester soutenue grâce aux hausses de salaires conséquentes obtenues par les syndicats et au reflux de l'inflation qui devrait revenir à 2% d'ici 2024.

Fig. 11: Zone euro: climat des affaires

Source: SG

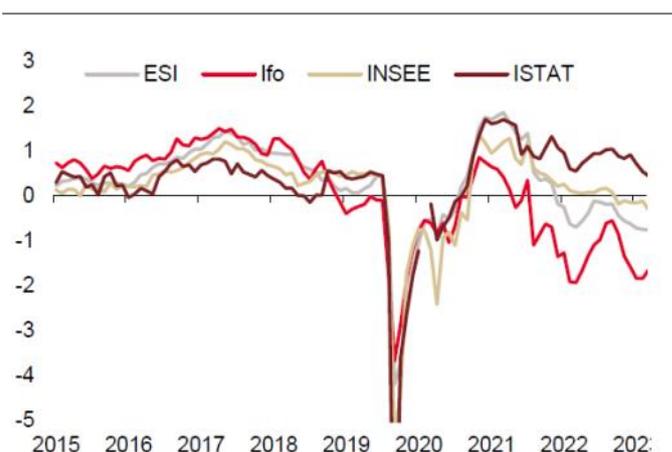
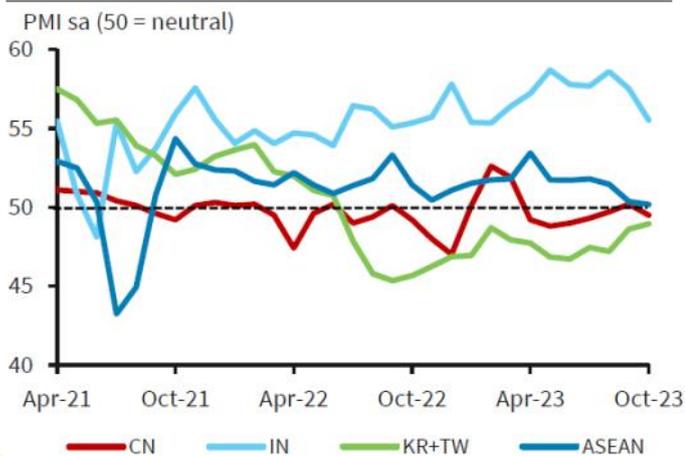


Fig.12 : Pays émergents d'Asie: PMI manufacturiers  
Source: Barclays



Les pays émergents ne devraient pas voir leur croissance ralentir au cours des prochains mois. En effet, la croissance économique chinoise, moteur pour les autres pays du sud est asiatique, se stabilise. Par ailleurs, la croissance américaine reste plus forte que prévu. Les **indicateurs d'activité PMI soulignent ce début de redémarrage de l'activité. Par ailleurs, plusieurs pays émergents ont commencé un assouplissement monétaire en ligne avec le recul de l'inflation, ce qui va soutenir la demande intérieure.** Reste le risque de taux américains plus élevés et plus longtemps qui pourraient fragiliser les pays les plus endettés et peser sur la croissance de ceux-ci. Au total, la croissance des pays émergents au cours des prochains mois seraient « satisfaisante ». Au total, la croissance du PIB des émergents hors Chine est révisée à la hausse de 0.5% pour cette année à 3.4% et devrait rester sur ce rythme en 2024.

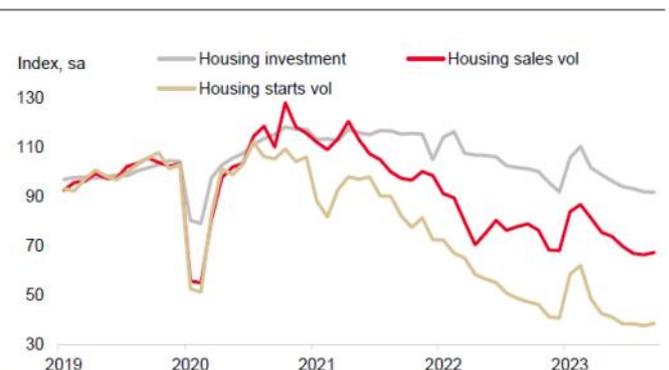
Dans les **pays d'Asie** (hors Chine et Japon), les économies exportatrices, qui ont vu un net ralentissement de leur activité ces derniers mois, parallèlement à celui de la Chine et du commerce international, semble avoir dépassé leur point bas et devraient voir leur activité **accélérer au cours des prochains mois. C'est le cas en particulier de la Corée et de Taiwan, deux économies quasiment à l'arrêt depuis le début de l'année, mais dont les indicateurs avancés ont commencé à se redresser, grâce au redémarrage du commerce extérieur.** Par ailleurs, les pays dépendant essentiellement de leur demande intérieure, **comme l'Inde et l'Indonésie, ont bien résisté à la phase de ralentissement et leur PIB devrait progresser encore de plus de 6%. Au total, l'ensemble de la zone (y compris la Chine) verrait une croissance du PIB de 4.6% cette année et de 4.5% en 2024.**

Fig.13 : Chine : production industrielle et PIB  
Source: SG



En Chine, la publication des résultats de la croissance **du 3e trimestre suggère que le trou d'air du 2e trimestre a été surmonté.** En effet, après avoir progressé de 0.5% t/t, la croissance du PIB a rebondi à 1.3% t/t. En glissement annuel, le PIB ralentit à 4.9%, contre 6.3% au T2, **en raison d'un effet de base. L'empire du milieu devrait donc atteindre son objectif de croissance de 5% cette année.** La production industrielle accélère à près de 5% sur un an et le secteur des services sur un rythme supérieur à 4%. Dans le secteur industriel, on observe une **accélération de l'activité, en particulier dans le secteur automobile, tiré par les aides gouvernementales à l'achat, et dans le secteur de l'électronique, notamment dans les téléphones portables.** Le rebond de l'activité dans le secteur manufacturier est confirmé par la bonne tenue des investissements qui progressent de 7.8% sur un an, **contre 2.5% pour l'ensemble des investissements.** Une autre bonne nouvelle vient du secteur des exportations qui a non seulement arrêté de se dégrader, mais semble être reparti à la hausse. Le rebond des exportations **concerne les secteurs de l'automobile, des téléphones mobiles, etc. en particulier à destination de l'Europe et du Japon.**

Fig.14 : Chine: immobilier résidentiel  
Source: SG

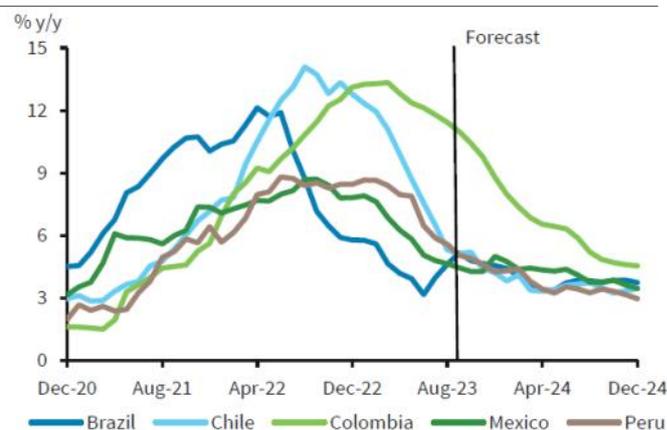


Le secteur de l'immobilier résidentiel, qui représente directement et indirectement plus de 50% du PIB, poursuit sa contraction. Les investissements accélèrent leur contraction à -11.2% sur un an (en septembre). En revanche, le recul des ventes de logements et des mises en chantier semblent stoppé pour le moment, alors qu'en variation annuelle, la contraction atteint encore plus de 17%. Cette amélioration est visible dans les grandes villes de la côte est. Compte tenu des aides massives du gouvernement pour soutenir ce secteur, les perspectives pour les prochains mois devraient être moins mauvaises que précédemment. Toutefois, à plus long terme, la confiance des ménages étant loin d'être rétablie, l'activité dans ce secteur resterait morose. En revanche, et c'est encore une bonne nouvelle, les ménages ont augmenté leurs dépenses de consommation ces dernières semaines. L'accélération est notable dans le secteur des services et, dans une moindre mesure, pour les biens de consommation. Le redémarrage de la consommation serait due à une amélioration du marché de l'emploi avec un taux de chômage qui semble enfin stabilisé. Par ailleurs, avec une inflation à zéro, le revenu disponible brut des ménages est en hausse de plus de 5% sur un an. Mais, compte tenu des difficultés de l'immobilier résidentiel, les ménages devraient rester très prudents dans leurs dépenses au cours des prochaines semaines, ce qui est confirmé avec leur taux d'épargne qui restent à des niveaux record. Le lent redémarrage de l'activité et les mesures de soutien par le gouvernement ont comme conséquence l'arrêt du recul des prix à la consommation. L'inflation sous-jacente reste stabilisée à 1% et ne devrait plus baisser. Les prix à la production, toutes catégories confondues, ont rebondi de près de 0.5% (m/m), confirmant que l'activité a bien redémarré. Malgré ces signes de reprise, l'activité reste encore sous perfusion des aides gouvernementales et d'une politique monétaire très expansionniste.

Fig.15 : Chine: ventes au détail  
Source: SG



Fig.16 : Amérique latine: inflation  
Source: Barclays



La croissance en Amérique latine a arrêté de ralentir ces dernières semaines, tirée à la fois par le secteur agricole (Brésil) et par la meilleure tenue de l'activité aux Etats-Unis qui tirent les exportations (Mexique). Par ailleurs, suite au recul plus rapide que prévu de l'inflation, les banques centrales ont abaissé leurs taux d'intérêt directs, ce qui a également soutenu la demande intérieure. Nous relevons donc nos perspectives de croissance du PIB pour cette région en 2023 de 0.5% à près de 2%. L'année prochaine, la croissance devrait ralentir, notamment parce que les récoltes agricoles ne sont pas extrapolables et que celles de 2023 ont été exceptionnelles.

Au Brésil, la croissance a nettement accéléré ces derniers mois et dépasse désormais sa tendance d'avant la pandémie. Celle-ci est tirée en particulier par le secteur de l'agriculture, dont les récoltes ont été exceptionnelles. Ces dernières ont permis une hausse des salaires qui progressent, en réel, de 4% sur un an. Cette configuration soutient évidemment la consommation des ménages. Le rebond de la croissance et une inflation qui accélère légèrement à 5%, ne permettrait pas à la banque centrale de continuer d'assouplir sa politique monétaire, après une baisse déjà de 50 points de base de son taux directeur. La politique monétaire resterait donc légèrement restrictive au cours des prochains mois, en ligne avec le recul moins important que prévu de l'inflation. Un des risques à moyen terme concerne les finances publiques. En effet, en dépit de nouvelles règles approuvées par le parlement pour atteindre un solde primaire à 0% du PIB en 2024, le gouvernement ne prend pas les mesures nécessaires et la dette publique continue de progresser. Au total, le PIB devrait progresser de 3% cette année, avant de ralentir en 2024 vers 2% sous réserve des aléas de la production du secteur agricole.

## Scénario économique et financier

Sources: IAM, OCDE, Eurostat, Seco

|   | 2021  | 2022                                     | 2023P | 2024P |
|---|-------|--|-------|-------|
| <b>PIB (réel)</b>                           |       |  |       |       |
| Etats-Unis                                  | 5.7   | 2.1                                      | 2.4   | 1.0   |
| Japon                                       | 1.6   | 1.0                                      | 2.2   | 1.3   |
| Zone euro                                   | 5.4   | 3.4                                      | 0.4   | 0.5   |
| Royaume-Uni                                 | 7.4   | 4  | 0.5   | 0.4   |
| Suisse                                      | 3.7   | 2.1                                      | 0.6   | 1.5   |
| <b>Inflation (CPI)</b>                      |       |  |       |       |
| Etats-Unis                                  | 4.7   | 8.0                                      | 4.1   | 2.6   |
| Japon                                       | -0.2  | 2.4                                      | 3.2   | 2.8   |
| Zone euro                                   | 2.6   | 8.4                                      | 2.6   | 2.8   |
| Royaume-Uni                                 | 2.6   | 9.1                                      | 7.3   | 3.0   |
| Suisse                                      | 0.4   | 2.9                                      | 2.5   | 1.5   |
| <b>Déficit public en % du PIB</b>           |       |  |       |       |
| Etats-Unis                                  | -12.4 | -5.4                                     | -5.7  | -5.8  |
| Japon                                       | -6.4  | -7.0                                     | -3.5  | -4.0  |
| Zone euro                                   | -6.2  | -3.9                                     | -3.5  | -2.9  |
| Royaume-Uni                                 | -10.1 | -5.4                                     | -4.5  | -4.0  |
| Suisse                                      | -1.0  | 0.0                                      | 0.5   | 0.5   |
| <b>Balance courante en % du PIB</b>         |       |  |       |       |
| Etats-Unis                                  | -3.6  | -3.7                                     | -3.2  | -3.0  |
| Japon                                       | 2.8   | 0.8                                      | 2.0   | 1.3   |
| Zone euro                                   | 3.4   | 0.8                                      | 2.1   | 1.9   |
| Royaume-Uni                                 | -2.6  | -4.6                                     | -0.4  | -4.5  |
| Suisse                                      | 7.2   | 6.5                                      | 5.8   | 6.3   |
| <b>Taux d'intérêt à long terme (10 ans)</b> |       |  |       |       |
| Etats-Unis                                  | 1.5   | 3.6                                      | 5.0   | 3.7   |
| Japon                                       | 0.0   | 0.3                                      | 0.5   | 0.5   |
| Zone euro (Allemagne)                       | -0.2  | 2.0                                      | 2.8   | 2.6   |
| Royaume-Uni                                 | 0.7   | 3.5                                      | 4.2   | 4.0   |
| Suisse                                      | -0.2  | 0.3                                      | 1.1   | 1.0   |
| <b>Taux de change</b>                       |       |  |       |       |
| 1 euro = ...CHF                             | 1.05  | 0.99                                     | 0.97  | 0.96  |
| 1 euro = ... US\$                           | 1.17  | 1.01                                     | 1.70  | 1.10  |
| 1 dollar = ...CHF                           | 0.92  | 0.95                                     | 0.90  | 0.89  |
| 100 yen = ...CHF                            | 1.21  | 1.45                                     | 1.58  | 1.54  |
| 1 GB£ =... CHF                              | 1.24  | 1.16                                     | 1.12  | 1.14  |
| <b>Marchés actions, CHF, %</b>              |       |  |       |       |
|   |       | <i>30 septembre 2023 / 1er janv 2023</i> |       |       |
| World MSCI                                  | 23.7% | -18.5%                                   | 8.7%  |       |
| Emerging MSCI                               | -1.8% | -21.5%                                   | 0.4%  |       |
| S&P 500                                     | 30.6% | -18.5%                                   | 12.5% |       |
| Nikkei                                      | -2.6% | -19.7%                                   | 12.0% |       |
| EuroStock 50                                | 25.6% | -16.0%                                   | 14.7% |       |
| FTSE 100                                    | 15.7% | -8.8%                                    | 3.1%  |       |
| SMI   | 20.3% | -16.7%                                   | 5.1%  |       |