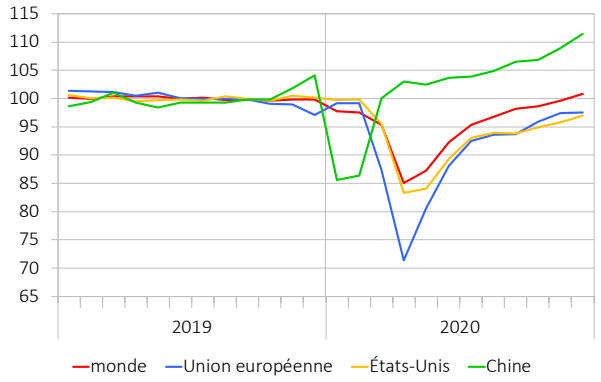
# Environnement international et monétaire

## Économie mondiale

Au 4e trimestre 2020, la dynamique de reprise de l'économie mondiale s'est essoufflée. Si la reprise économique amorcée au cours des trimestres précédents s'est poursuivie en Chine, il n'en reste pas moins que des mesures de confinement généralisées ont été à nouveau mises en œuvre dans de nombreux autres pays face à l'augmentation du nombre des cas de Covid-19. Ainsi, les principaux pays industrialisés ont connu un net ralentissement du rythme de la croissance économique (par ex. les États-Unis), voire un déclin de l'activité économique (par ex. divers pays de la zone euro). Il ne s'est toutefois pas produit, au niveau international, d'effondrement aussi grave qu'au printemps dernier.

Les ruptures de production dans le secteur industriel, et donc les distorsions dans les chaînes d'approvisionnement internationales, ont été évitées autant que possible. Le secteur manufacturier a pu par la suite bénéficier de la reprise de la demande de marchandises. La production industrielle a pu ainsi continuer à se développer dans la plupart des régions du monde. Dans l'ensemble, à la fin 2020, elle avait déjà légèrement dépassé le niveau d'avant la crise (graphique 44).

**graphique 44 : Production industrielle**
valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne 2019 = 100




source : CPB Netherlands

Les indicateurs annoncent au début de l'année 2021 une évolution globalement positive du climat de confiance. Dans de nombreux pays notamment, les indices globaux des directeurs d'achat pour l'industrie (PMI) laissent espérer une nouvelle expansion. En revanche, les indicateurs de performance du secteur des services donnent une image plus hétérogène : dans certains pays européens, ils sont inférieurs au seuil de croissance alors qu'aux aux États-Unis et en Chine, ils indiquent une croissance. Dans l'ensemble, la situation de l'économie mondiale est un peu plus favorable que ce à quoi l'on s'attendait l'année dernière. Le Groupe d'experts de la Confédération prévoit ainsi que la demande mondiale augmentera en 2021 plus fortement que ce qui était escompté dans les prévisions de décembre 2020. La suite de l'évolution de la conjoncture mondiale dépendra toutefois essentiellement de la situation épidémiologique et des mesures qui en découleront. L'incertitude reste donc extrêmement forte.

### Zone euro

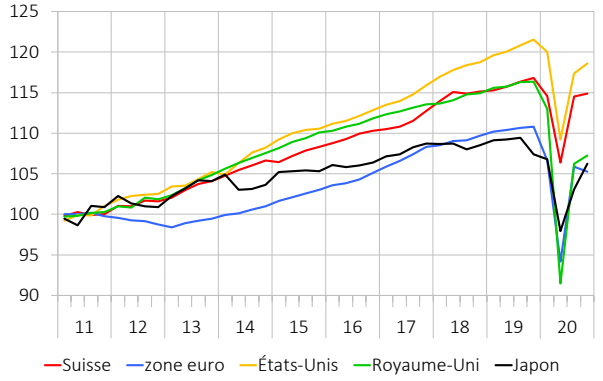
Après une forte reprise en été, le PIB de la zone euro a diminué de 0,6 % au 4e trimestre 2020.[19] Il était donc inférieur d'environ 5 % à celui d'avant la crise, à fin 2019 (graphique 45). Le durcissement des mesures de lutte contre la prolifération du coronavirus a pesé sur l'économie. Néanmoins, la baisse du PIB au 4e trimestre a été beaucoup moins prononcée que celle du premier semestre 2020 : des mesures de confinement moins strictes et plus ciblées ont été appliquées, et l'évolution positive de l'industrie a stabilisé la conjoncture.

En conséquence, les dépenses de consommation privée en particulier, qui ont été directement limitées par les mesures d'endiguement, ont apporté une contribution négative à la croissance du PIB (graphique 46). En revanche, les investissements en équipements ont légèrement augmenté. Les importations et les exportations ont augmenté dans le sillage de la reprise du commerce

[19] Sauf indication contraire, les commentaires ci-après se rapportent aux taux de croissance par rapport au trimestre précédent des agrégats désaisonnalisés, en valeurs réelles, ainsi qu'aux données désaisonnalisées du marché du travail.

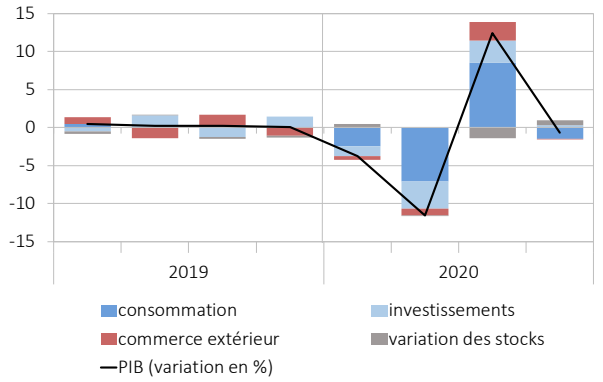
mondial ; au total, le commerce extérieur a apporté une contribution légèrement négative à la croissance.

**graphique 45 : PIB, comparaison internationale**
valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2011 = 100




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

**graphique 46 : Contribution des composantes, zone euro**
valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage

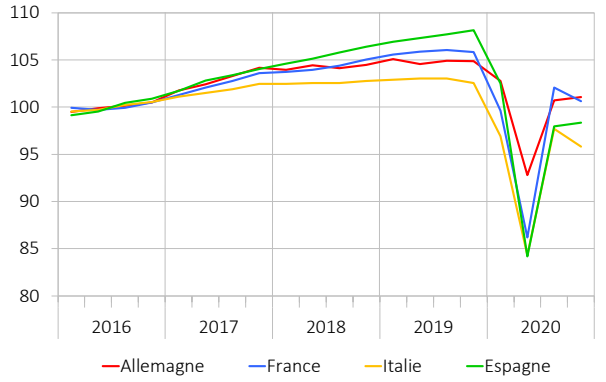



source : Eurostat

Parmi les grands pays de la zone euro, l'Allemagne et l'Espagne se distinguent de façon positive par une croissance respective de leur PIB de 0,3 % et 0,4 % (graphique 47). En France et en Italie, le PIB a diminué respectivement de 1,4 % et 1,9 % au 4e trimestre.

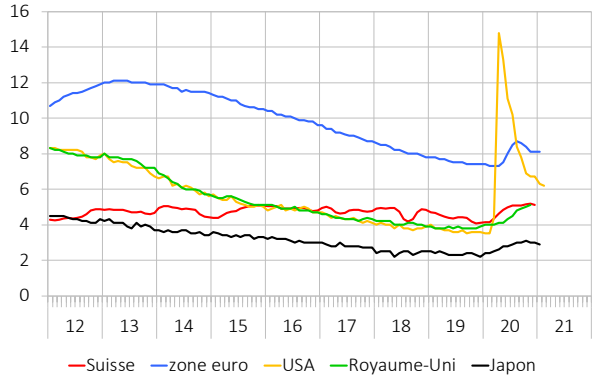
Sur le marché du travail de nombreux pays de la zone euro, la situation s'est légèrement détériorée vers la fin 2020. Dans l'ensemble de la zone euro, le taux de chômage s'est maintenu à 8,1 % entre novembre 2020 et janvier, interrompant la baisse précédente. La valeur d'avant la crise de février 2020 n'est par conséquent dépassée que de 0,8 point de pourcentage (graphique 48). Cependant, le taux de chômage incite à minimiser les effets de la crise du Covid-19 sur le marché du travail. Le recours généralisé au chômage partiel contribue notamment à maintenir un grand nombre d'emplois, ce qui a un effet modérateur sur le taux de chômage.

**graphique 47 : PIB, divers pays de la zone euro**
valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2016 = 100




source : Eurostat

**graphique 48 : Chômage, comparaison internationale**
taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %

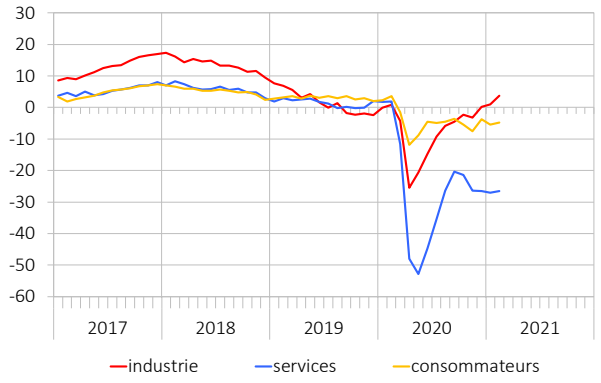



sources : OFS (désaisonn. : SECO), Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, CaO Japan

Depuis le déclenchement de la deuxième vague de Covid-19, les indicateurs de confiance, pour la zone euro, ont connu une évolution hétérogène selon les secteurs économiques (graphique 49). D'un côté, le climat de confiance a continué de s'améliorer dans l'industrie, atteignant en février son niveau le plus élevé depuis mai 2019, ce qui corrobore d'autres indicateurs avancés tels que le PMI de l'industrie. Par ailleurs, le sentiment de confiance dans le secteur des services s'est détérioré, mais son niveau est resté pourtant bien supérieur aux niveaux les plus bas enregistrés lors de la première vague du Covid-19, et aucune nouvelle détérioration ne s'est produite en février.

Compte tenu de ces signaux hétérogènes et du fait que de nombreuses restrictions restent en place dans la zone euro, le Groupe d'experts de la Confédération prévoit une nouvelle baisse du PIB au 1er trimestre en cours. L'assouplissement progressif des mesures devrait favoriser une reprise rapide, en particulier des dépenses de consommation privée. Le groupe d'experts revoit donc légèrement à la hausse ses prévisions pour 2021. Néanmoins, le niveau du PIB d'avant la crise ne devrait pas être atteint avant 2022.

**graphique 49 : Indicateurs de confiance, zone euro**
sous-composantes de l'Economic Sentiment Indicator, soldes, valeurs désaisonnalisées et corrigées de la valeur moyenne




source : Commission européenne

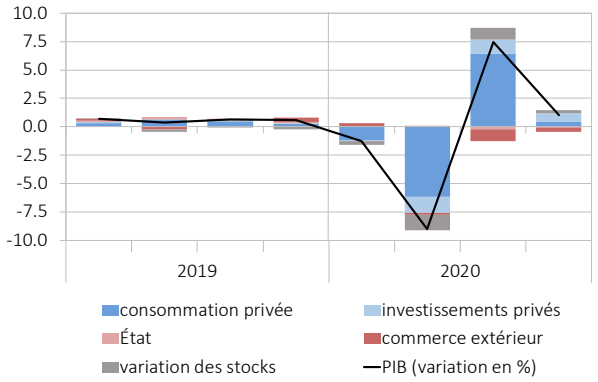
## États-Unis

Au 4e trimestre, la reprise de l'économie américaine s'est considérablement ralentie : le PIB n'a plus augmenté que de 1,0 %, après 7,5 % au 3e trimestre (graphique 45), et il reste donc encore inférieur de 2,4 % à son niveau d'avant la crise. Si l'investissement a de nouveau fortement augmenté au 4e trimestre, dépassant ainsi largement son niveau d'avant la crise, la consommation n'a progressé, elle, que légèrement (graphique 50). Il est probable que cela tienne au renforcement des mesures de lutte contre le virus prises au 4e trimestre face à l'augmentation du nombre des cas de contamination. Le commerce extérieur a apporté une contribution négative à la croissance, d'autant plus que les importations ont augmenté plus fortement que les exportations. Toutefois, si les exportations sont presque revenues à leur niveau d'avant la crise, les importations restent inférieures de 11 % au niveau d'avant la crise.

Les effets de la pandémie demeurent toujours clairement visibles sur le marché du travail. Bien que le taux de chômage soit passé de 14,8 % – son apogée – en avril 2020 à 6,3 % en janvier 2021, il dépasse toujours de 3 points de pourcentage environ les niveaux d'avant la crise. En revanche, l'emploi n'a pas pu se redresser davantage au cours des derniers mois et se situe toujours autour de 6 % – soit plus de 9 millions de salariés – en dessous des niveaux d'avant la crise. En conséquence, le climat de consommation est resté morose au printemps 2020.

Selon les États, l'assurance-chômage couvre pendant environ six mois jusqu'à 50 % du revenu antérieur. Corrélativement, les dépenses budgétaires supplémentaires en 2020 (env. 3 milliards de dollars US) ont été d'autant plus importantes, incluant notamment une extension de l'assurance-chômage et des paiements pour les faibles revenus. Ceci a probablement empêché un effondrement encore plus grave de la consommation privée, donc de l'économie américaine dans son ensemble. Pour l'ensemble de l'année 2020, le PIB des États-Unis a baissé de 3,5 %, une évolution similaire à celle de la consommation privée. Exception faite de la crise financière de 2009, il s'agit du pire déclin économique depuis la Seconde Guerre mondiale.

**graphique 50 : Contribution des composantes, États-Unis**
valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage




source : U.S. BEA

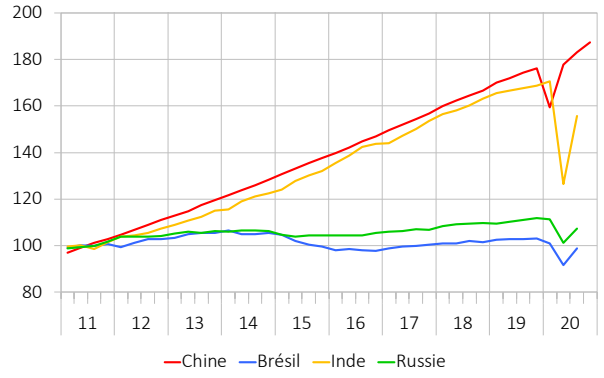
Selon certains indicateurs avancés, l'économie américaine a pris un bon départ au début 2021. Les indices des directeurs d'achat indiquent une croissance notable dans les secteurs de l'industrie et des services. Pour l'instant, cependant, les entreprises semblent encore hésitantes à embaucher du personnel supplémentaire. Le gouvernement prévoit actuellement un autre paquet fiscal d'une valeur de 1 900 milliards de dollars qui vise à soutenir la consommation privée. En outre, de nombreuses mesures ont été prises pour lutter contre la pandémie. Si le nouveau train de mesures budgétaires est approuvé et mis en œuvre à cette échelle, la relance budgétaire totale depuis le début de la crise s'élèvera à environ 25 % du PIB d'avant la crise.

Le Groupe d'experts de la Confédération prévoit une reprise notable de l'économie américaine à partir du 2e trimestre et une croissance annuelle de 5,1 % en 2021. Le niveau d'avant la crise devrait être atteint dans le courant de l'année. L'économie devrait également continuer d'évoluer positivement en 2022, quoique avec moins de dynamisme.

## Chine

L'économie chinoise a affiché une croissance de 2,4 % au 4e trimestre, ce qui signifie que le PIB est déjà d'au moins 6 % supérieur au niveau d'il y a un an (graphique 51).

**graphique 51 : PIB, pays du groupe Bric**
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2011 = 100




sources : NBS China, IBGE, Rosstat (désaisonnalisation : SECO), MoS&PI

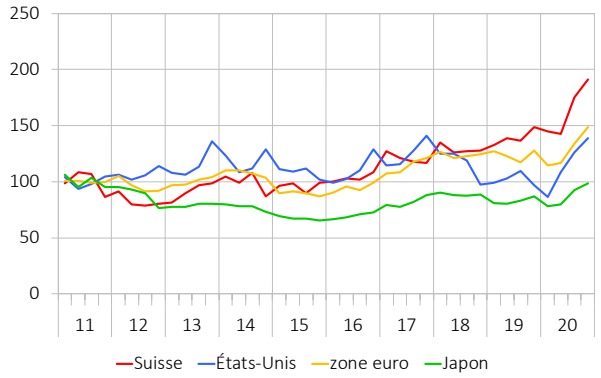
La reprise, dynamique, a été soutenue par un développement robuste de l'économie nationale, en particulier dans le secteur industriel. La production industrielle a récemment connu des taux de croissance supérieurs à la moyenne. D'une part, l'industrie chinoise axée sur les exportations a bénéficié de la reprise économique chez ses principaux partenaires commerciaux. Les exportations ont ainsi enregistré une forte croissance. D'autre part, le développement est soutenu par une intense activité d'investissement de la part des entreprises et du gouvernement. Cette évolution positive devrait se poursuivre au cours de la nouvelle année : selon les enquêtes effectuées auprès des entreprises, le climat en janvier est à la confiance. L'indice des directeurs d'achat est supérieur au seuil de croissance.

**Développement robuste de l'industrie chinoise**

La consommation privée a également apporté au 4e trimestre une contribution positive à la croissance. Cette évolution demeure cependant fragile. Les ventes au détail ont légèrement baissé en décembre, le taux de chômage a atteint son plus haut niveau depuis le milieu de l'année 2009 et le climat de consommation s'est récemment quelque peu détérioré, probablement du fait d'une recrudescence des cas de contamination et de nouvelles mesures de confinement locales.

Les partenaires commerciaux de la Chine ont également bénéficié de l'évolution positive de son marché intérieur. Les exportations suisses vers la Chine ont par exemple enregistré une croissance exceptionnelle en 2020. Les produits chimico-pharmaceutiques, les montres et les métaux ont notamment connu une croissance supérieure à la moyenne. Les exportations des États-Unis, de la zone euro et du Japon vers la Chine ont également enregistré des taux de croissance considérables (graphique 52). Dans le cas des États-Unis, l'accord commercial de la « première phase », dans lequel la Chine s'est engagée à importer des États-Unis d'ici à fin 2021 beaucoup plus de biens et de services qu'en 2017, pourrait également jouer un certain rôle.

**graphique 52 : Exportations vers la Chine**
valeurs nominales désaisonnalisées, indice, moyenne 2011 = 100 %




sources : AFD, Eurostat, US Census Bureau, Ministère des finances du Japon

Le groupe d'experts révise donc à la hausse ses prévisions de croissance du PIB de la Chine en 2021. D'une part, l'économie chinoise sort de l'année écoulée et amorce la nouvelle avec beaucoup de dynamisme ; d'autre part, elle devrait bénéficier d'un élan supplémentaire provenant des dépenses de consommation. En 2022, la croissance devrait être légèrement plus faible que celle anticipée dans les prévisions antérieures.

## Autres pays

Au 4e trimestre 2020, le PIB du **Royaume-Uni** ne s'est que légèrement redressé (1,0 %) et reste inférieur de quelque 7,8 % à son niveau d'avant la crise. L'industrie et le secteur des services ont tous deux enregistré une croissance positive. L'un des principaux moteurs de la croissance était le secteur de la santé. Avec l'augmentation des cas de contamination par le coronavirus en automne, les tests et le dépistage se sont encore intensifiés, ce qui s'est accompagné d'une augmentation de la consommation des pouvoirs publics. La détérioration de la situation épidémiologique au 4e trimestre a interrompu la reprise dans les secteurs à forte intensité de contacts, notamment ceux de la restauration ou des loisirs, où le confinement imposé en novembre a entraîné une baisse importante de la production. En plus de la pandémie, la fin imminente de la période de transition liée au Brexit, en décembre 2020, a également contribué à l'incertitude. Il est probable qu'il en ait résulté un impact positif sur le commerce extérieur au cours du 4e trimestre. Les opérations de stockage se sont intensifiées, en particulier pour les marchandises du secteur pharmaceutique et du secteur des transports.

Sur l'ensemble de l'année 2020, la production économique a chuté de 9,9 % par rapport à l'année précédente, ce qui représente le déclin le plus important jamais enregistré. En comparaison internationale, l'économie du Royaume-Uni a été particulièrement frappée par la pandémie et les restrictions qui ont été imposées.

Suite à la propagation d'une variante plus contagieuse du virus, un troisième confinement a été imposé au début janvier 2021. En outre, des retards se sont produits dans le commerce extérieur au début de l'année en raison du Brexit, ce qui n'empêche pas le Royaume-Uni d'occuper une position de leader international dans le domaine des vaccinations contre le coronavirus. Cela devrait permettre un assouplissement durable, quoique progressif, des mesures de confinement dans le courant de l'année. Le groupe d'experts s'attend donc à une reprise rapide dès le 2e trimestre 2021.

L'économie du **Japon** a progressé de 3,0 % au 4e trimestre 2020 grâce à la demande intérieure et au commerce extérieur. Malgré l'augmentation du chômage et la déprime des consommateurs, la consommation privée a connu une évolution vigoureuse. Les investissements ont même enregistré la plus forte croissance trimestrielle depuis 1994. Toutefois, l'économie nationale risque de subir un coup de frein en début d'année du fait du durcissement des mesures de confinement au niveau local. Par ailleurs, l'industrie nippone d'exportation a continué, en janvier 2021, de bénéficier de la forte demande de semi-conducteurs et de puces informatiques de la part des pays asiatiques, notamment de la Chine. À plus long terme, l'économie japonaise devrait profiter de la reprise chez ses partenaires commerciaux, ce qui a amené le groupe d'experts à revoir à la hausse ses prévisions de croissance annuelle pour 2021. En revanche, la dynamique est susceptible de se ralentir un peu plus en 2022.

L'économie de l'**Inde** a poursuivi au 4e trimestre sa reprise rapide avec une croissance de 8,9 %. Le PIB était donc déjà légèrement supérieur à son niveau d'avant la crise (graphique 52). Au **Brésil** et en **Russie**, l'économie a également enregistré au 4e trimestre une évolution positive. Compte tenu de la reprise rapide observée en fin d'année dans les **pays du groupe BRIC** (Brésil, Russie, Inde, Chine), les experts revoient à la hausse leur hypothèse de croissance du PIB pour 2021. En 2022, cependant, le dynamisme devrait être un peu plus faible que prévu précédemment, en particulier en Inde et au Brésil.

## Encadré : Rapportée à la récession de 2020, la stimulation fiscale de la Suisse est importante

Les gouvernements du monde entier ont alloué des fonds publics d'une ampleur extraordinaire pour contrer le ralentissement économique sans précédent résultant de la pandémie et des mesures de santé publique qui lui sont liées. Les programmes fiscaux comprennent, d'une part, des mesures ayant un impact budgétaire direct, telles que des dépenses supplémentaires et des réductions d'impôts (ci-après « stimulation fiscale »). D'autre part, les instruments de politique fiscale comprennent également des mesures ayant peu d'impact sur le déficit public à court terme, telles que l'octroi de prêts ou de garanties sur les prêts aux entreprises. Mesurées à la baisse du PIB, les mesures fiscales mises en œuvre en Suisse sont supérieures à la moyenne. Certains pays dont la dette publique est plus élevée ont fait preuve de plus de retenue en termes de dépenses supplémentaires.

Cependant, il est très difficile de comparer les mesures fiscales au niveau international. S'il est possible de mesurer les fonds supplémentaires accordés par les gouvernements, on ne saurait pour autant les considérer indépendamment du cadre institutionnel existant. Il existe à cet égard des différences notables entre pays. Par exemple, certains pays disposent d'une assurance-chômage (AC) largement développée. En cas de crise, l'économie est ainsi « automatiquement » stabilisée, car les allocations de chômage augmentent alors que les revenus diminuent. Les économies dotées de « stabilisateurs automatiques » bien développés ont donc tendance à nécessiter moins de mesures budgétaires supplémentaires. Dans la pandémie actuelle, le financement des soins de santé joue en outre un rôle essentiel.

Dans son « moniteur des finances publiques » (Fiscal Monitor)[20], le Fonds monétaire international (FMI) a compilé les mesures fiscales adoptées jusqu'à fin 2020 dans de nombreux pays. Dans ses données, le FMI prend en compte les mesures qui complètent les stabilisateurs automatiques existants. Mesurée en termes de dépenses supplémentaires et de réductions d'impôts, la relance budgétaire en 2020 s'est élevée à plusieurs pour cent du PIB dans la plupart des pays industrialisés (tableau 9).

Les différences d'un pays à l'autre sont considérables. C'est aux États-Unis que les mesures de relance budgétaire en pourcentage du PIB sont les plus importantes, ce qui tient probablement au fait que les stabilisateurs automatiques y sont moins développés que dans de nombreux pays européens. Par exemple, la relance budgétaire américaine comprend environ 600 milliards de dollars pour augmenter et prolonger les allocations de chômage, auxquels s'ajoutent 400 milliards pour d'autres mesures en faveur de l'emploi. En outre, les mesures de relance prévoient pas moins de 480 milliards, soit 2,3 % du PIB, pour financer des mesures dans le secteur de la santé – un chiffre élevé en comparaison internationale.

**tableau 9 : Stimulation fiscale et recul du PIB**
stimulation fiscale : dépenses supplémentaires et réductions d'impôts ; baisse du PIB réalisée en 2020[21]

| | Stim. fiscale en % du BIP | Recul du PIB en %, 2020 | Stim. fiscale relative au recul du PIB |
|---|---|---|---|
| Espagne | 4.1 | -11.0 | 0.4 |
| Danemark | 1.8 | -3.3 | 0.5 |
| UE | 3.8 | -6.4 | 0.6 |
| Portugal | 4.7 | -7.6 | 0.6 |
| Italie | 6.8 | -8.9 | 0.8 |
| France | 7.7 | -8.2 | 0.9 |
| Finlande | 3.0 | -2.8 | 1.1 |
| Belgique | 7.2 | -6.3 | 1.1 |
| Autriche | 8.6 | -7.4 | 1.2 |
| Pays-Bas | 4.5 | -3.8 | 1.2 |
| Suède | 4.2 | -3.0 | 1.4 |
| Royaume-Uni | 16.3 | -9.9 | 1.6 |
| **Suisse** | **5.3** | **-3.0** | **1.8** |
| Allemagne | 11.0 | -5.3 | 2.1 |
| Japon | 15.6 | -4.9 | 3.2 |
| États-Unis | 16.7 | -3.5 | 4.8 |

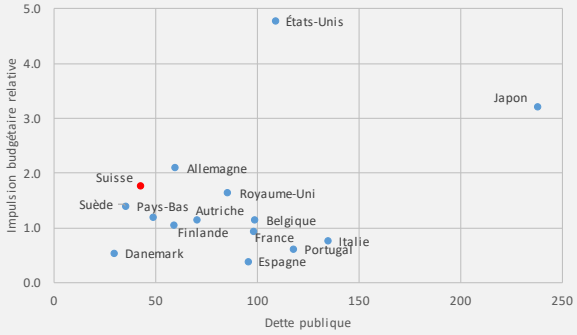
sources : FMI, offices statistiques, calculs : SECO

Les écarts entre les pays en matière de stimulation fiscale reflètent également des ampleurs de récession différentes, d'où la nécessité de mesures fiscales différenciées. Dans le tableau 9, la stimulation fiscale est donc également rapportée à la baisse du PIB en 2020. Avec un stimulus de 5,3 % du PIB face à une baisse du PIB de 2,8 %, la relance fiscale suisse est supérieure à la moyenne internationale. La plus grande partie de la stimulation fiscale suisse est constituée de quelque 20 milliards de francs pour le fonds de l'AC et l'indemnisation du chômage partiel. En outre, 7,5 milliards de francs sont consacrés au régime de l'allocation pour perte de gain due à la pandémie et une aide fédérale de 1,9 milliard de francs aux cas de rigueur. En revanche, les dépenses supplémentaires dans le secteur de la santé sont relativement faibles (3 milliards ou 0,4 % du PIB). Ces chiffres correspondent aux fonds alloués pour 2020 et 2021. Les dépenses effectives sont moindres. En revanche, le FMI ne prend pas en compte les mesures cantonales.

[20] https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Fiscal-Policies-Database-in-Response-to-COVID-19.
[21] Tableaux 9 et 10 et graphique 51 : pays sélectionnés à partir de l'analyse du FMI ; taux de croissance du PIB réalisés selon les offices de statistique, état au 4 mars 2021 : taux basés sur le PIB corrigé des variations saisonnières et calendaires, car le PIB non corrigé n'a pas encore été publié pour certains pays.

C'est dans les pays du sud de l'Europe, à savoir l'Espagne, le Portugal et l'Italie, que la stimulation fiscale est la plus faible par rapport à la baisse du PIB, ce qui peut s'expliquer par le niveau déjà élevé de la dette publique dans ces pays. On constate en effet – hormis aux États-Unis et au Japon – une corrélation négative entre la dette publique d'avant la crise et la stimulation fiscale relative (graphique 53). Le resserrement de la marge de manœuvre budgétaire tend donc à réduire les mesures de relance par rapport à l'effondrement du PIB. Toutefois, dans le cas des États membres de l'UE, il faut tenir compte du fait que les mesures de stimulation fiscale de chaque pays sont complétées par des mesures de l'UE.

**graphique 53 : Dette publique et stimulation fiscale**
dette publique : endettement brut de l'État, en % du PIB 2019, stimulation fiscale par rapport au recul du PIB en 2020




source : FMI

Les comparaisons entre pays basées sur les données du FMI doivent être interprétées avec précaution. D'une part, il y a des écarts entre le volume des fonds alloués et celui des montants dépensés. Par ailleurs, la portée des mesures prises en compte par le FMI n'est pas toujours parfaitement claire, par exemple en ce qui concerne les dépenses au niveau fédéral. En outre, il est difficile d'établir une ligne de démarcation entre les dépenses extraordinaires et les instruments existants. Par exemple, selon le FMI, la stimulation fiscale de la Suisse inclut quelque 20 milliards de francs pour le fonds de l'AC en vue de financer l'indemnisation du chômage partiel. Celle-ci étant un stabilisateur automatique, il n'est pas évident de savoir dans quelle mesure les fonds octroyés doivent être considérés comme une stimulation fiscale supplémentaire. Toutefois, du fait de la crise du Covid-19, l'indemnisation du chômage partiel a été considérablement étendue, notamment en ce qui concerne les groupes d'ayants droit et la durée du droit à l'indemnité. En outre, les crédits alloués au fonds de l'AC ont également servi à éviter d'atteindre le plafond de la dette et, par conséquent, à ne pas devoir augmenter les cotisations salariales. L'État est donc intervenu de manière discrétionnaire dans le stabilisateur automatique existant en l'élargissant considérablement et en libérant les employés et employeurs de cotisations salariales plus élevées. Il n'est cependant guère possible de subdiviser précisément le paiement extraordinaire entre ce qui relève du « stabilisateur automatique » et de la « stimulation fiscale discrétionnaire ». Toutefois, ces problèmes de délimitation ne sont pas propres à la Suisse ; dans d'autres pays, les stabilisateurs automatiques ont également été généralisés de manière discrétionnaire.

En plus de la stimulation fiscale décrite ci-avant, les entreprises ont été soutenues au moyen de prêts, de fonds propres ou de garanties. Bien que ces mesures ne pèsent pas directement sur le budget de l'État, elles s'accompagnent de besoins de financement supplémentaires ou de passifs éventuels et peuvent entraîner des pertes à l'avenir. Jusqu'ici, ces mesures ont été mises en œuvre à des degrés très divers d'un pays à l'autre (tableau 10). La Suisse a décidé de fournir un soutien en liquidités à hauteur de 6 % du PIB jusqu'à fin 2020, principalement par le biais des garanties de prêts Covid. Par rapport à la baisse du PIB, la Suisse se situe ainsi au-dessus de la moyenne en comparaison internationale.

**tableau 10 : Soutien en liquidités et recul du PIB**
soutien en liquidités : prêts, injections de capital, reprises de dette, garanties ; baisse du PIB réalisée en 2020[21]

| | Soutien en liquidités en % du PIB | Recul du PIB en %, 2020 | Soutien en liquidités relatif au recul du PIB |
|---|---|---|---|
| Autriche | 2.4 | -7.4 | 0.3 |
| États-Unis | 2.4 | -3.5 | 0.7 |
| Portugal | 6.5 | -7.6 | 0.9 |
| UE | 6.8 | -6.4 | 1.1 |
| Danemark | 4.3 | -3.3 | 1.3 |
| Espagne | 14.4 | -11.0 | 1.3 |
| Royaume-Uni | 16.1 | -9.9 | 1.6 |
| Suède | 5.3 | -3.0 | 1.8 |
| Belgique | 11.9 | -6.3 | 1.9 |
| France | 15.8 | -8.2 | 1.9 |
| **Suisse** | **6.0** | **-3.0** | **2.0** |
| Pays-Bas | 8.3 | -3.8 | 2.2 |
| Finlande | 7.0 | -2.8 | 2.5 |
| Italie | 35.5 | -8.9 | 4.0 |
| Allemagne | 27.8 | -5.3 | 5.3 |
| Japon | 28.4 | -4.9 | 5.9 |

sources : FMI, offices statistiques, calculs : SECO

Les États-Unis, qui pratiquent une stimulation fiscale forte, sont par contre relativement réservés en matière de soutien des liquidités. Cela montre que les trains de mesures qui sont appliqués diffèrent d'un pays à l'autre en fonction du cadre institutionnel existant et de la marge de manœuvre budgétaire respective. Quelle que soit la forme exacte qu'elle prend, la politique fiscale dans le monde entier n'en demeure pas moins expansionniste et contribue ainsi à soutenir l'économie.

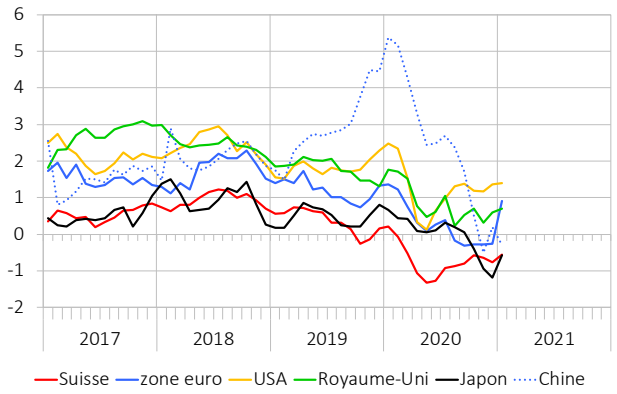
*Rédaction : Andreas Bachmann (SECO, Conjoncture)*

# Cadre monétaire

## Prix en comparaison internationale

Dans de nombreux pays, l'inflation est restée faible au début de l'année. Outre l'effet de base toujours négatif du prix du pétrole, cela tient essentiellement au fait que l'inflation sous-jacente y est encore inférieure aux niveaux atteints avant le déclenchement de la pandémie. La zone euro fait exception : l'inflation et l'inflation sous-jacente y ont fortement augmenté en janvier.

**graphique 54 : Inflation, comparaison internationale**
variation sur un an en %



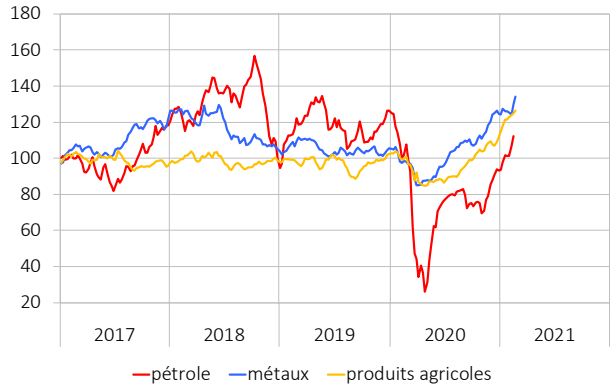

sources : OFS, Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, Statistics Japan, NBS China

Après être tombée au mois d'août en terrain négatif en raison de circonstances exceptionnelles, l'inflation dans la **zone euro** a de nouveau grimpé en janvier pour atteindre 0,9 % (graphique 54). Tout d'abord, le délai de la baisse temporaire de la TVA instaurée en Allemagne en juillet 2020 a expiré en janvier. Par ailleurs, les soldes d'hiver ont été reportés dans plusieurs pays européens en raison de la pandémie, ce qui a entraîné en janvier une forte hausse du renchérissement relevant de l'année précédente. En conséquence, l'inflation sous-jacente a augmenté de 1,2 point de pourcentage, passant à 1,4 %, soit le taux le plus élevé depuis octobre 2015.

Aux **États-Unis** et au **Royaume-Uni**, l'inflation et l'inflation sous-jacente sont restées faibles au cours des derniers mois. Au **Japon**, l'inflation a continué de baisser ; en **Chine**, l'inflation sous-jacente est même tombée en terrain négatif en janvier. Cela tient toutefois, en partie du moins, à un effet spécial puisque, cette année, le Nouvel-An chinois n'a eu lieu qu'en février.

L'inflation globale devrait augmenter dans les mois à venir. Les prix des matières premières ont ainsi de nouveau sensiblement augmenté depuis l'automne, à la faveur de la reprise économique qui se dessine. En février, les **prix du pétrole** sont revenus pour la première fois à leurs niveaux d'avant la crise. Quant aux prix des produits agricoles et des métaux industriels, ils dépassent même aujourd'hui de plus de 20 % les niveaux d'avant la crise (graphique 55).

**graphique 55 : Prix des matières premières**
en dollars US, moyenne de janvier 2017 = 100

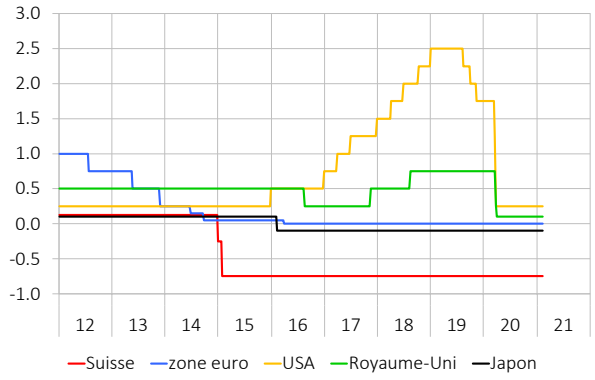



sources : Energy Information Administration, S&P Dow Jones

## Politique monétaire

Les banques centrales des principaux pays industrialisés ont poursuivi leur politique monétaire extrêmement expansionniste ou ont encore augmenté la stimulation monétaire. Les taux d'intérêt directeurs sont proches de zéro ou en terrain négatif (graphique 56). De plus, de nombreuses banques centrales misent sur des plans d'achat massif d'obligations et sur des mesures visant à stimuler les prêts afin de lutter contre l'impact négatif de la pandémie sur l'inflation et l'économie.

**graphique 56 : Taux d'intérêt de référence**
en %




sources : BNS, BCE, Fed, BoE, BoJ

La Banque centrale des États-Unis (**Fed**) a laissé inchangée la fourchette cible de son taux d'intérêt directeur de 0,0 %

à 0,25 % et poursuit ses achats d'obligations à hauteur d'au moins 120 milliards de dollars US par mois. L'horizon pour les achats d'obligations a toutefois été prolongé en décembre 2020 : ceux-ci doivent maintenant se poursuivre jusqu'à ce que de nouveaux progrès substantiels aient été réalisés en ce qui concerne les objectifs de plein emploi et de stabilité des prix.

La **Banque centrale européenne** (BCE) a de nouveau accru son activité de stimulation monétaire en décembre 2020. Elle a certes laissé les taux directeurs inchangés, mais elle a par ailleurs adopté tout un train de mesures. Le budget destiné au programme d'achat d'urgence face à la pandémie de Covid-19 a été augmenté de 500 milliards d'euros et porté au total à 1 850 milliards d'euros, l'horizon temporel des achats a été prolongé au moins jusqu'à fin mars 2022 et l'échéance à partir de laquelle le budget du PEPP devra être réduit est maintenant fixée à 2024 au plus tôt. La BCE a en outre l'intention de promouvoir davantage les prêts. À cette fin ont notamment été décidées des opérations de refinancement supplémentaires à plus long terme, dans le cadre desquelles les banques commerciales reçoivent des prêts subventionnés, et la période des taux d'intérêt particulièrement favorables a été prolongée pour les opérations en cours.

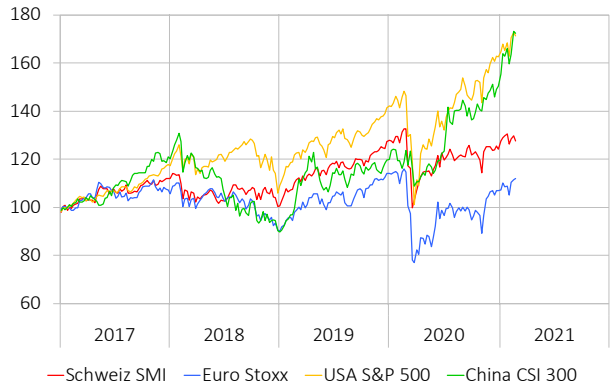
La **BNS** a maintenu sa politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt directeur reste à −0,75 %, la banque centrale étant également toujours prête à intensifier ses interventions sur le marché des changes pour contrer la pression à l'appréciation du franc suisse. La fourniture de liquidités et de crédits à l'économie continue d'être encouragée par le biais de la facilité de refinancement BNS Covid-19 qui permet aux banques d'obtenir des liquidités de la BNS contre dépôt de prêts Covid aux entreprises garantis par la Confédération ou les cantons.

La **Banque d'Angleterre** maintient également sa politique monétaire inchangée. Le taux d'intérêt directeur reste à un niveau historiquement bas de 0,1 % et les achats d'obligations vont se poursuivre. Au **Japon**, les taux d'intérêt à court et à long terme restent également inchangés. En revanche, la Banque du Japon a prolongé la durée des achats d'obligations supplémentaires et a élargi le programme afin de soutenir le financement des entreprises.

## Marchés des actions

La seconde vague de la pandémie et les mesures de confinement qui en découlent ont laissé jusqu'à présent peu de traces sur les marchés financiers. L'année 2021 s'annonce sous le signe de la confiance : les campagnes de vaccination progressent, ce qui laisse espérer que la pandémie se résorbera bientôt, et de nouvelles mesures de soutien – fiscales et monétaires – ont été envisagées aux États-Unis et en Europe. La tendance positive de la fin de l'année 2020 s'est ainsi poursuivie et la volatilité reste à un faible niveau. Fin février 2021, l'indice américain S&P 500 se situait juste un peu en dessous de la barre des 4000 points. Toutefois, cette forte valorisation pourrait aussi entraîner une augmentation des risques : le ratio cours/bénéfice de Shiller a récemment atteint son niveau le plus élevé depuis février 2001. Il semble en conséquence que les bénéfices des entreprises devraient fortement augmenter à l'avenir. L'indice chinois CSI 300 a lui aussi enregistré des gains de change importants au cours des deux premiers mois de l'année. Enfin, l'indice suisse SMI et l'indice européen Euro Stoxx 50 ont enregistré des progressions plus faibles (graphique 57).

**graphique 57 : Marchés des actions**
moyenne janvier 2016 = 100



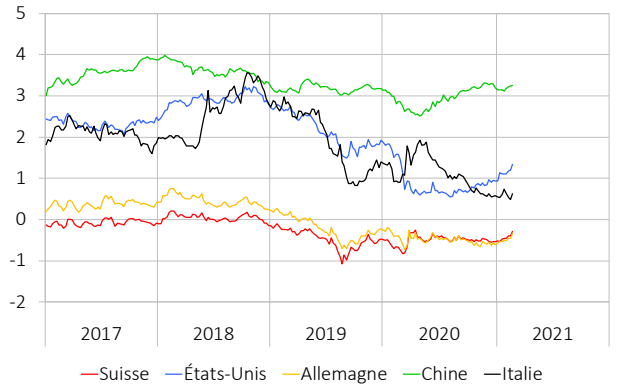

sources : SWX, Stoxx, S&P Dow Jones, CSI

## Marchés des capitaux

Le retour de la confiance dans la reprise économique a aussi entraîné une recrudescence des anticipations inflationnistes. Aux États-Unis, par exemple, le baromètre des anticipations d'inflation à long terme, dit « Five-Year Forward », a atteint environ 2 % à fin février, contre environ 1,5 % au milieu de 2020. Les taux d'intérêt sur les obligations d'État américaines ont ainsi augmenté de 50 points de base depuis le début de l'année pour atteindre environ 1,5 %, soit le niveau le plus élevé depuis plus d'un an. Les rendements des emprunts d'État à 10 ans de l'Allemagne et de la Suisse ont également connu une hausse notable depuis le début de l'année, tout en demeurant en terrain négatif (graphique 58).

Les écarts de taux sur les obligations d'État et d'entreprise à risques sont également un signe de confiance : le différentiel de taux d'intérêt entre les obligations d'État italiennes et allemandes a diminué de 25 points de base en février pour s'établir à environ un point de pourcentage. Quant à l'écart sur les obligations d'entreprise notées BBB, il a même atteint un niveau historiquement bas.

**graphique 58 : Emprunts d'État à dix ans**
rendement en %



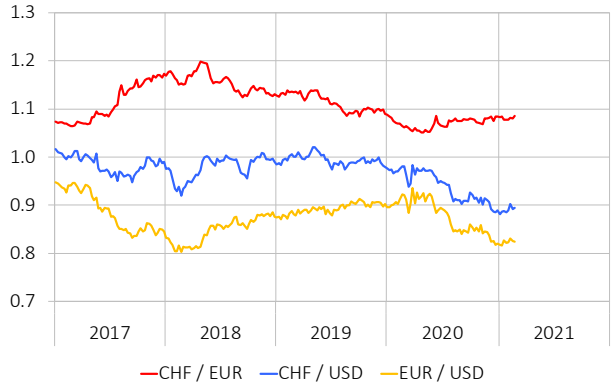

source : Macrobond Financial AB

## Cours de change

Les perspectives économiques plus positives pour les États-Unis ont atténué la tendance à la dépréciation du dollar américain. Depuis le début de l'année, la monnaie américaine s'est même légèrement appréciée par rapport à l'euro et au franc (graphique 59).

Après être resté pratiquement stable par rapport à l'euro depuis le milieu de 2020, le franc suisse a récemment connu une dépréciation importante pour revenir à son niveau d'avant la crise du Covid-19. Toutefois, il reste à voir si cette évolution se poursuivra. En termes réels et pondérés par les échanges, l'indice mesuré sur la base des prix à la consommation a dépassé de 12 % sa moyenne à long terme en janvier 2021.

**graphique 59 : Cours de change nominal**




source : BNS