

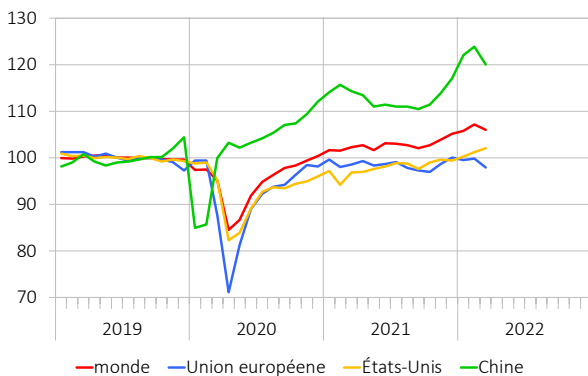
Environnement international et monétaire

Économie mondiale

Au 1^{er} trimestre 2022, la reprise économique mondiale s'est poursuivie. Cependant, dans certaines grandes zones économiques, la propagation du virus Omicron et les mesures visant à l'endiguer ont eu un impact négatif. La guerre en Ukraine, la forte hausse des prix des matières premières et de l'énergie ainsi que les incertitudes accrues sont venues s'ajouter, au cours du 1^{er} trimestre, aux facteurs de ralentissement ou les ont aggravés. La production industrielle mondiale s'est ralentie en mars, notamment en raison d'un net recul en Chine (graphique 35).

graphique 35 : Production industrielle

données réelles désaisonnalisées, moyenne 2019 = 100



Les données actuelles laissent entrevoir une poursuite de l'expansion de l'économie mondiale. En Europe, la quasi-suppression des mesures Covid, les bons carnets de commandes des entreprises et le faible taux de chômage soutiennent la croissance. Toutefois, les pressions inflationnistes ont continué de s'intensifier au niveau international jusqu'à récemment, notamment en raison des fortes hausses des prix de l'énergie et des denrées alimentaires. Cela pèse sur le pouvoir d'achat des ménages privés et freine la demande. En outre, les mesures Covid prises en Chine pèsent sur l'économie mondiale et aggravent les difficultés d'approvisionnement actuelles.

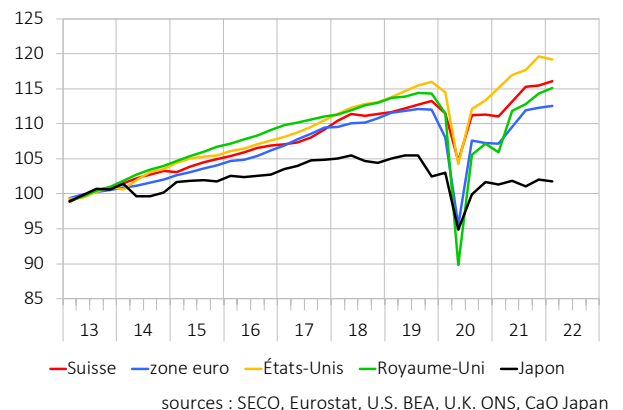
Le Groupe d'experts de la Confédération révisé à la baisse ses prévisions de croissance de la demande mondiale, tant pour 2022 que pour 2023.

Zone euro

Dans la **zone euro**, le PIB a de nouveau progressé de 0,3 % au 1^{er} trimestre 2022 selon l'estimation rapide d'Eurostat. Il est donc maintenant supérieur de 0,5 % au niveau atteint avant la crise, au 4^e trimestre 2019 (graphique 36).¹⁶

graphique 36 : PIB, comparaison internationale

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2013 = 100

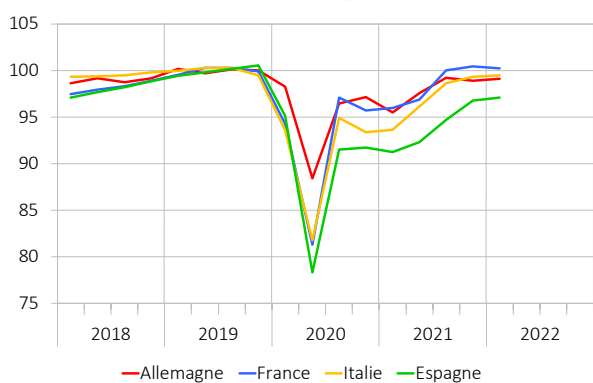


La reprise a été freinée par l'expansion du variant Omicron et par les mesures de confinement qui l'ont accompagnée dans plusieurs pays. En outre, les difficultés d'approvisionnement persistantes, la pénurie croissante de main-d'œuvre qualifiée, la hausse de l'inflation et l'incertitude accrue liée à la guerre en Ukraine ont probablement freiné la dynamique conjoncturelle. Du côté des dépenses, la croissance au 1^{er} trimestre a été largement freinée par la faiblesse de la consommation privée. En revanche, le commerce extérieur et l'activité d'investissement ainsi que les variations de stocks ont donné des impulsions positives.

¹⁶ Sauf indication contraire, les commentaires ci-après se réfèrent, pour tous les pays, aux séries réelles et désaisonnalisées en comparaison avec le trimestre précédent ainsi qu'aux valeurs désaisonnalisées du marché du travail.

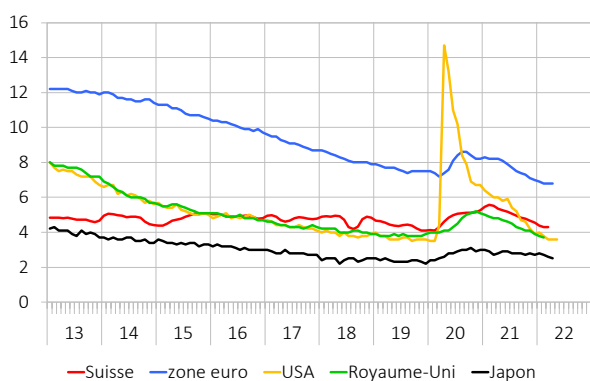
Au niveau international, la situation est contrastée. En **France**, le PIB a reculé de 0,2 % en raison de la faiblesse des investissements, tandis qu'il a augmenté de 0,1 % en **Italie** (graphique 37). En **Espagne**, la forte reprise observée précédemment a été freinée : le PIB n'a augmenté que de 0,3 %, valeur due principalement à une contribution extérieure positive, et reste ainsi nettement inférieur à son niveau d'avant la crise. En **Allemagne**, la production totale a augmenté de 0,2 %, principalement grâce à une activité de construction dynamique. En revanche, le commerce extérieur a apporté une contribution négative.

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



source : Eurostat

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



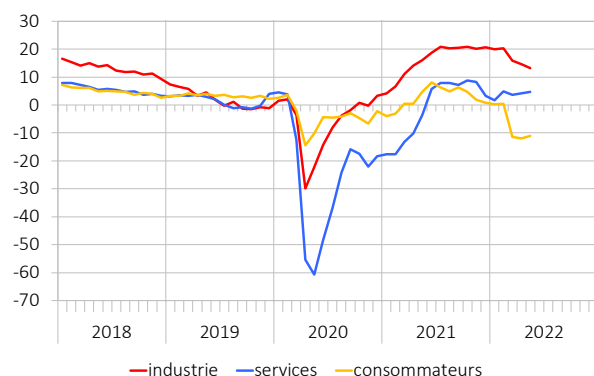
sources : OFS (désaisonn. : SECO), Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, CaO Japan

La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer. Le taux de chômage dans la zone euro a diminué depuis le début de l'année pour s'établir à 6,8 %, soit un niveau bien inférieur à celui d'avant la crise (7,4 %) (graphique 38). La même tendance a été observée en Allemagne (3,0 %), en France (7,2 %) et en Italie (8,4 %). En revanche, en Espagne (13,5 %), le chômage a récemment recommencé à augmenter.

Les indicateurs usuels continuent d'afficher une image positive : après l'assouplissement des mesures d'endiguement, l'indice des directeurs d'achat (PMI) du secteur

des services s'est sensiblement redressé et, malgré quelques baisses, l'industrie manufacturière continue d'afficher une expansion. L'indicateur du climat économique confirme également cette tendance positive. Toutefois, le climat de consommation s'est nettement dégradé au cours des derniers mois, du fait de la hausse de l'inflation et de l'incertitude croissante liée à la guerre en Ukraine (graphique 39).

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

Les problèmes persistants dans les chaînes d'approvisionnement internationales, les conditions de financement moins favorables et la forte inflation devraient freiner l'activité économique au cours des prochains trimestres. En revanche, la prolongation, par la Commission européenne, de la suspension des règles budgétaires pour les États membres jusqu'en 2023 et les versements des fonds du plan de construction « Next Generation EU » devraient avoir un effet de soutien. Dans l'ensemble, le groupe d'experts s'attend à ce que la reprise dans la zone euro, en 2022 et 2023, soit un peu plus lente que ce qu'il avait estimé récemment.

États-Unis

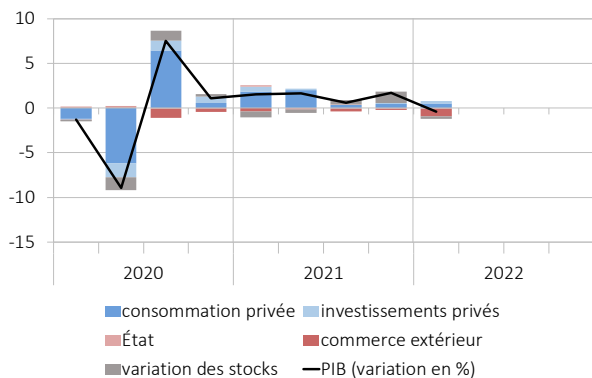
Aux États-Unis, le PIB a reculé de 0,4 % au 1^{er} trimestre, après une forte hausse au trimestre précédent (graphique 40).

Cela s'explique notamment par le commerce extérieur : les exportations ont diminué, tandis que les importations ont fortement augmenté. Une impulsion négative a en outre été donnée par les variations de stocks. L'activité intérieure a toutefois continué d'évoluer à un rythme soutenu au 1^{er} trimestre. Malgré une forte hausse des prix, la demande des ménages, notamment en matière de services, s'est accélérée sous l'effet du rattrapage lié à la pandémie (graphique 41). La croissance des investis-

sements des entreprises a également progressé. En revanche, les investissements dans la construction de logements n'ont que peu augmenté.

graphique 40 : Contributions des composantes, États-Unis

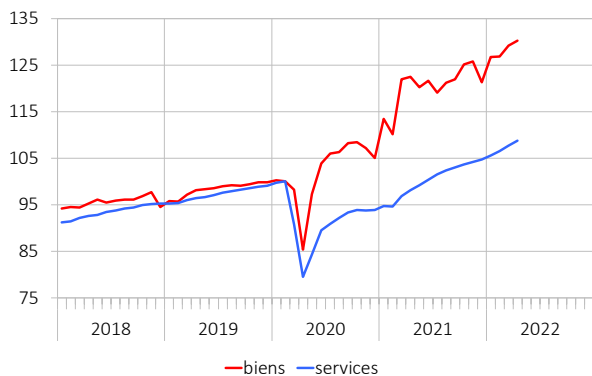
valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage



source : U.S. BEA

graphique 41: dépenses de consommation, États-Unis

valeurs nominales désaisonnalisées, février 2020 = 100



source : U.S. BEA

La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer : en mai, l'emploi a de nouveau augmenté de manière significative. Avec près de 6 millions de demandeurs d'emploi en mai, soit un taux de 3,6 %, le chômage n'était que légèrement supérieur à son niveau d'avant la crise. En avril 2020, environ 15 % de la totalité des emplois avaient été supprimés ; à présent, l'emploi n'est plus que de 0,5 % inférieur au niveau d'avant la crise. Il a fortement augmenté ces derniers mois, en particulier dans le commerce, mais aussi dans la restauration. Toutefois, dans de nombreux secteurs, la main-d'œuvre qualifiée reste difficile à trouver. La demande dépasse largement l'offre : en avril, 11,4 millions d'offres d'emploi étaient publiées. Malgré cette situation favorable, de nombreuses personnes ne reviennent pas sur le marché du travail : le taux de participation de 62,3 % en avril est toujours inférieur au niveau d'avant la crise (63,3 %). Certes, l'augmentation des indemnités de chômage, qui a probablement créé des incitations à l'emploi négatives,

a pris fin en septembre 2021. Cependant, pour une partie de la population, des raisons de santé et des inquiétudes, l'absence de services de garde d'enfants et les économies accumulées au cours des dernières années font qu'une partie des personnes concernées ne sont pas encore revenues sur le marché du travail. Dans une statistique complémentaire sur l'emploi, il a été demandé aux personnes qui ne cherchaient pas d'emploi si ce fait était lié au phénomène Covid. En avril, 455 000 personnes ont répondu par l'affirmative, contre 1,8 million en janvier. Une autre raison de la pénurie de personnel pourrait être la réorientation professionnelle de certains travailleurs, lesquels hésiteraient à reprendre leurs anciens postes.

Le PIB des États-Unis devrait renouer avec la croissance au cours des prochains trimestres. Bien que les indices PMI de l'industrie manufacturière et du secteur des services se soient affaiblis, ils restent nettement en zone d'expansion. En revanche, le climat de consommation établi par l'Université du Michigan a continué de se dégrader récemment, atteignant son niveau le plus bas depuis une décennie du fait de la forte inflation. Cela ne semble toutefois pas encore avoir d'impact sur le moral des consommateurs : les chiffres d'affaires du commerce de détail ont nettement augmenté en avril. Pour le reste de la période de prévision, la détérioration des conditions de financement devrait exercer un certain effet de frein. Néanmoins, le dynamisme du marché du travail devrait stimuler la consommation privée tandis que la guerre en Ukraine devrait être un facteur de redressement pour le secteur de l'énergie. La loi sur les infrastructures, récemment adoptée, devrait également avoir un impact positif. Dans l'ensemble, le groupe d'experts revoit légèrement à la baisse ses prévisions de croissance pour 2022, mais la reprise devrait être plus forte que prévu en 2023.

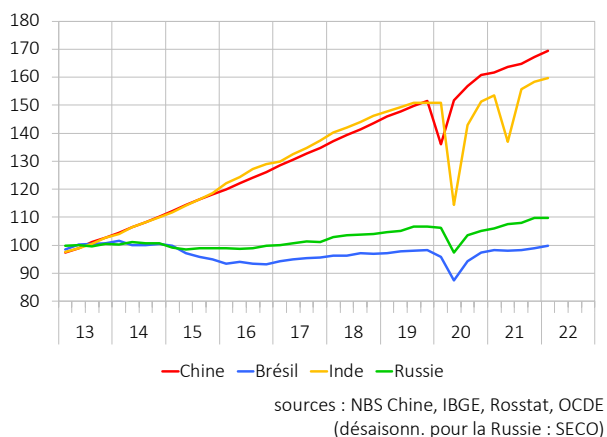
Chine

La croissance du PIB en Chine a légèrement ralenti pour atteindre 1,3 % au 1^{er} trimestre (graphique 42), tandis que le dynamisme positif de l'industrie a quelque peu compensé le ralentissement des services. Les investissements du gouvernement dans les infrastructures ont sans doute joué un rôle. Si l'on procède à une analyse mois par mois, on constate que la dynamique conjoncturelle a été particulièrement forte en janvier et février. En mars, les premiers signes de ralentissement sont apparus : les chiffres d'affaires du commerce de détail ont reculé tandis que la production industrielle a légèrement ralenti. Cela pourrait s'expliquer par les sévères mesures gouvernementales prises à la suite du Covid : des dizaines de villes chinoises, dont Shanghai, ont été totalement ou partiellement fermées entre mars et juin face à la propagation du coronavirus, et la population a dû faire face à des interdictions de circulation. Outre la conjonc-

ture intérieure, les mesures d'endiguement ont probablement entraîné des retards dans le commerce extérieur, qui n'a donné qu'une faible impulsion. Quant à la balance commerciale, elle s'est contractée à un niveau encore très élevé de 60 milliards de dollars, tandis que la demande mondiale s'est globalement affaiblie (graphique 43).

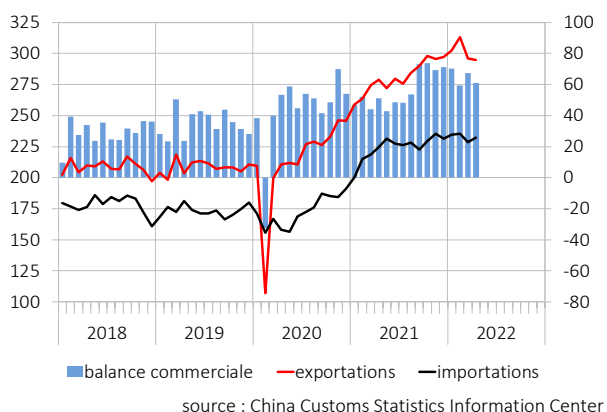
graphique 42 : PIB, pays du groupe Bric

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2013 = 100



graphique 43 : Commerce de marchandises, Chine

valeurs désaisonnalisées, en milliards de dollars US



Un net fléchissement est attendu au 2^e trimestre. Dans le sillage des mesures d'endiguement, la consommation privée, la production industrielle, les ventes immobilières et les exportations ont été fortement perturbées en avril. Dès le mois de mai, les indices des directeurs d'achat se sont quelque peu redressés, mais ils continuent de laisser présager un trimestre faible. En outre, les prix des logements ont continué de se tasser : Suite à une réglementation plus stricte de la part du gouvernement, le secteur immobilier demeure sous pression. Toutefois, de récents assouplissements de la politique budgétaire et monétaire devraient soutenir l'activité. Dans l'ensemble, le groupe d'experts de la Confédération a révisé à la baisse ses prévisions pour 2022 et table sur une reprise plus vigoureuse en 2023.

Autres pays

Au **Royaume-Uni**, le PIB a progressé de 0,8 % au 1^{er} trimestre à la faveur de l'assouplissement des mesures d'endiguement, en particulier grâce à la vigueur de la consommation privée et des investissements publics. En revanche, le commerce extérieur et les investissements des entreprises ont exercé un effet de frein. La croissance du PIB tient en particulier à la reprise de janvier, le PIB mensuel ayant reculé en mars du fait de la forte hausse des prix et de la faiblesse des échanges commerciaux. Enfin, le chômage a retrouvé son niveau d'avant la crise, avec un total de 1,3 million de chômeurs, soit un taux de 3,8 %. À la même époque, 1,3 million d'emplois étaient disponibles, un chiffre jamais atteint auparavant. Le manque de main-d'œuvre est en partie lié au Brexit, qui rend plus difficile l'immigration de travailleurs. Le groupe d'experts s'attend à un ralentissement de la dynamique économique au cours des prochains trimestres. Le niveau élevé de l'inflation et le net durcissement de la politique monétaire devraient avoir un effet ralentisseur. Un plan de relance de 15 milliards de livres a été décrété pour atténuer les effets de la hausse des prix, avec notamment un rabais sur les factures d'énergie pour tous les ménages et des transferts fiscaux pour les bas salaires. Dans l'ensemble, le groupe d'experts révisé ses prévisions à la baisse, tant pour cette année que pour l'année prochaine.

Au **Japon**, le PIB a reculé de 0,2 % au 1^{er} trimestre. La consommation privée, en particulier, s'est sensiblement contractée sur fond de nouvelle propagation du coronavirus. Avec la levée de la plupart des mesures d'endiguement, les dépenses de consommation devraient être le moteur du 2^e trimestre : en dépit de la hausse de l'inflation, la confiance des consommateurs ainsi que le PMI du secteur des services ont nettement progressé. En outre, certains touristes étrangers pourront à nouveau entrer dans le pays à partir de juin. Le train de mesures fiscales adopté devrait également soutenir l'économie cette année. En revanche, en raison notamment de l'affaiblissement de la croissance en Chine, le commerce extérieur ne devrait donner que peu d'impulsions. Le groupe d'experts s'attend à un ralentissement de la croissance cette année, mais prévoit une reprise plus rapide que prévu l'année prochaine.

En **Inde**, l'élan conjoncturel s'est affaibli au 1^{er} trimestre à cause des mesures d'endiguement et de la forte hausse des prix (graphique 42). Au cours des prochains trimestres, l'économie devrait renouer avec la reprise, laquelle sera cependant quelque peu freinée par une inflation élevée et un durcissement de la politique monétaire qui, quoique légèrement plus expansionniste, devrait toutefois apporter un soutien. En Russie, l'économie est restée remarquablement stable au 1^{er} trimestre. Cependant, les prochains trimestres devraient être marqués

notamment par les sanctions prononcées dans le contexte de la guerre en Ukraine. La hausse de l'inflation, la détérioration du marché du travail et la hausse des taux d'intérêt devraient entraîner une baisse des dépenses privées, tandis que l'exode des entreprises étrangères devrait freiner l'investissement. Par ailleurs, l'isolement économique nuit au potentiel de croissance à long terme. Le groupe d'experts s'attend à une phase de récession en Russie cette année, suivie d'une croissance modérée l'année prochaine. L'économie du **Brésil** a

connu une forte croissance au 1^{er} trimestre : après la levée des mesures d'endiguement, le commerce de détail et le secteur des services ont progressé. Néanmoins, sous l'effet conjugué d'une inflation élevée et de la hausse des taux d'intérêt, la plus grande économie d'Amérique latine ne devrait connaître qu'une faible croissance au cours du reste de l'année. Pour l'agrégat des pays du **Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts revoit à la baisse son hypothèse pour 2022 et 2023.

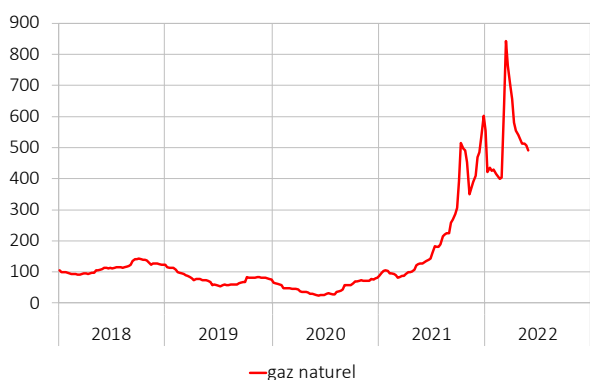
Cadre monétaire

Prix en comparaison internationale

Déjà relativement élevés, les taux d'inflation ont encore augmenté au cours des trois derniers mois (graphique 45) jusqu'à atteindre dans de nombreux cas leur plus haut niveau depuis le début des années 1980. Ce phénomène s'explique en grande partie par la tendance à la hausse des prix des matières premières. Vu l'importance cruciale de la Russie et de l'Ukraine en tant que fournisseurs d'énergie (gaz naturel, pétrole brut et charbon), mais aussi de denrées alimentaires et d'aliments pour animaux, le conflit ukrainien a engendré une forte hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires sur les marchés mondiaux. Le prix du gaz naturel négocié sur le marché européen a brusquement doublé au début du conflit, fin février, à partir d'un niveau qui était déjà élevé (graphique 44). Certes, il a nettement diminué depuis, mais il reste environ cinq fois plus élevé qu'au début de 2021.

graphique 44 : Prix du gaz

Natural Gas, Dutch TTF Natural Gas, EUR/MWh



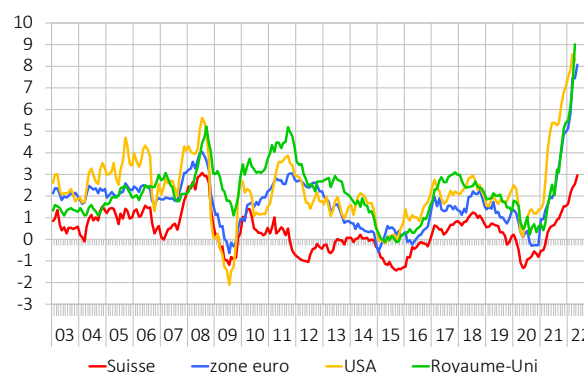
source : Intercontinental Exchange (ICE)

Les flambées de prix sur le marché européen du gaz ont provoqué une hausse sensible de l'inflation dans la zone euro. Dans certains pays européens, comme l'Espagne et les Pays-Bas, les prix à la consommation du gaz et de l'électricité sont considérablement influencés par le prix

de gros du gaz. Les carburants (essence et diesel), le mazout et certaines denrées alimentaires ont également contribué à la hausse des taux d'inflation. En particulier, les prix des produits d'origine animale (beurre, œufs et viande), mais aussi des huiles de cuisson et des produits à base de blé comme le pain, ont fortement augmenté. Au total, l'inflation dans la **zone euro** a atteint 8,1 % en mai (graphique 45). En revanche, l'inflation sous-jacente (hors énergie, alimentation, alcool et tabac) est restée relativement modérée en comparaison des États-Unis et du Royaume-Uni (3,8 %).

graphique 45 : Inflation, comparaison internationale

variation sur un an en %



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

Il existe des différences notables entre les taux d'inflation des différents pays membres. Par exemple, en mai, l'inflation en France n'était « que » de 5,8 %, alors qu'elle dépassait 10 % aux Pays-Bas ou en Grèce, voire 15 % dans les pays baltes. Ces écarts tiennent en partie aux différences en matière de détermination des prix et de politique de taxation, mais aussi à l'importance variable des différents agents énergétiques. En France, par exemple, la part de l'électricité nucléaire, qui est relativement bon marché, est importante. D'autre part, les gouvernements de certains pays ont limité ou réduit les hausses de prix de l'essence, du gaz et de l'électricité au cours des dernières semaines et des derniers mois, par

exemple en réduisant les impôts ou en plafonnant directement les prix, ce qui a permis d'alléger la pression sur les ménages.

Au **Royaume-Uni**, l'inflation a atteint 9,0 % en avril. Là aussi, ce sont les prix de l'énergie qui sont en cause. Le prix du gaz pour les ménages a augmenté d'environ 50 % en avril par rapport à l'année précédente, suite à l'ajustement semestriel effectué par l'autorité nationale de l'énergie. Dans le cas de l'électricité, les tarifs ont même presque doublé par rapport à l'année dernière. Mais de nombreux autres prix augmentent également de manière spectaculaire, si bien que le taux de base a atteint un niveau élevé de 6,2 % en avril.

Aux **États-Unis**, l'inflation a encore augmenté en mars pour atteindre 8,6 %, ce qui reflète principalement la hausse des prix du mazout et de l'essence, puis elle est légèrement retombée à 8,3 % en avril. Le pic de la phase d'inflation a donc probablement été atteint. Outre l'énergie, les prix de l'alimentation, des services de transport et des véhicules neufs et d'occasion ont également connu une hausse supérieure à la moyenne. Le taux de base s'est établi à 6,2 %.

En **Suisse**, l'inflation reste faible en comparaison internationale. En mai, elle était de 2,9 %. Le taux de base s'est établi à 1,8 % (graphique 45).

Politique monétaire

La **Banque centrale européenne** (BCE) a maintenu jusqu'à présent sa politique monétaire expansionniste et son taux directeur de 0,0 % (graphique 46). Toutefois, le Conseil des gouverneurs a décidé d'arrêter au 3^e trimestre les achats nets d'actifs prévus dans le cadre du programme d'achat d'obligations. La BCE laisse entrevoir en outre qu'elle pourrait relever son taux directeur dès le mois de juillet en raison de la hausse continue des prix. Il s'agirait de la première hausse de taux depuis plus de six ans.

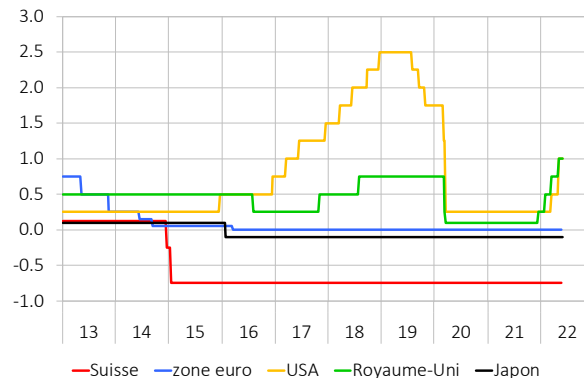
La **Banque nationale suisse** (BNS) a, elle aussi, maintenu sa politique monétaire expansionniste jusqu'à présent. Lors de l'examen de la situation économique et monétaire de mars, le taux directeur de -0,75 % a été confirmé. La valorisation du franc suisse a été jugée élevée, si bien que la BNS reste prête à intervenir sur le marché des devises en cas de nécessité.

La **Réserve fédérale américaine** (Fed) a porté son taux directeur de 0,25 à 1,0 % en deux étapes, à savoir en mars et en mai. Les taux d'inflation ayant récemment atteint des niveaux record, il faut s'attendre à de nouvelles hausses du taux d'intérêt dans les mois à venir. Plusieurs raisons expliquent le fait que la Fed mène depuis le début de l'année une politique monétaire plus stricte que la

Banque centrale européenne : la hausse de l'inflation – et en particulier de l'inflation sous-jacente – a été plus précoce aux États-Unis tandis que la reprise économique, après la crise du coronavirus, y est plus avancée que dans la zone euro.

graphique 46 : Taux d'intérêt de référence

en %



sources : BNS, BCE, Fed, BoE, BoJ

La **Banque d'Angleterre** (BoE) qui, en décembre 2021, à la suite de la pandémie de coronavirus, a été la première grande banque centrale à normaliser sa politique monétaire, a continué de relever ses taux en janvier, mars et mai. De nouvelles hausses de taux sont attendues, dans les mois à venir, en raison du niveau élevé de l'inflation, alors même que le taux directeur est actuellement à son plus haut niveau depuis 2009 (1,0 %). Au **Japon**, le taux directeur est resté inchangé, à -0,1 %, depuis le début de 2016.

Marchés des actions

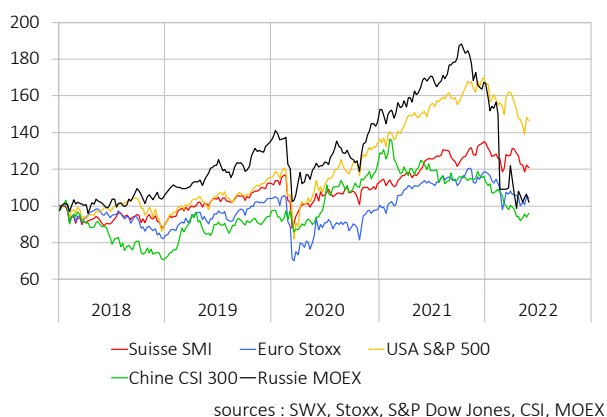
Depuis le début de l'année, les marchés des actions de la Suisse, de la zone euro et des États-Unis ont tous reculé d'environ 10 %. Les principales raisons en sont la normalisation attendue ou en cours de la politique monétaire, la guerre en Ukraine et la détérioration des perspectives de croissance (graphique 47).

Les marchés des actions russes ont connu des pertes beaucoup plus notables au cours des derniers mois. La dégradation du marché boursier reflète notamment le ralentissement de l'économie russe en raison des sanctions économiques internationales décrétées dans le contexte du conflit ukrainien.

Le marché des actions chinois a également connu une baisse plus importante ces derniers mois : -15 % par rapport à début 2022. Le recul de la bourse chinoise est principalement dû aux mesures de confinement imposées dans plusieurs régions chinoises pour endiguer la pandémie de coronavirus. La Chine s'en tient jusqu'à présent à sa stratégie de « zéro-Covid ».

graphique 47 : Marchés des actions

moyenne de janvier 2018 = 100



Dans l'ensemble, la volatilité sur les marchés des actions a quelque peu diminué récemment, mais la propension des investisseurs à prendre des risques reste réduite.

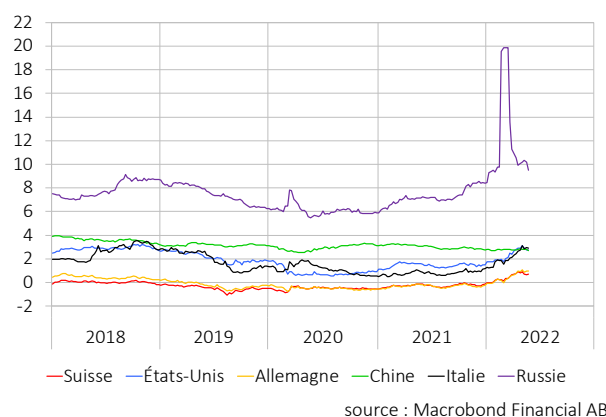
Marchés des capitaux

La hausse des anticipations d'inflation a entraîné, ces derniers mois, une augmentation généralisée des taux d'intérêt à long terme (graphique 48). Parallèlement, l'assombrissement des perspectives de croissance a accru la demande d'obligations sûres, ce qui a modéré la hausse des rendements des obligations d'État à 10 ans dans les pays industrialisés.

Les rendements des obligations d'État russes, qui avaient brusquement augmenté à la fin du mois de février dans le contexte de la guerre en Ukraine et des sanctions économiques qui lui sont associées, sont pratiquement revenus à leur niveau d'avant la crise dès la reprise des échanges commerciaux à fin mars. D'une part, des mesures ont été prises pour soutenir la demande d'obligations d'État russes ; d'autre part, les intérêts et les remboursements dus ont été réglés, du moins jusqu'à présent, contrairement aux craintes d'un défaut de paiement imminent de l'État russe.

graphique 48 : Rendement des emprunts d'État à 10 ans

en %



Cours de change

Mesuré par rapport aux prix à la consommation, le franc suisse, en termes réels et pondérés par les échanges commerciaux, suit une légère tendance à l'appréciation depuis le printemps 2021 (graphique 49). En avril 2022, il se situait à 9 %, au-dessus de sa moyenne à long terme. Par contre, l'indice basé sur les prix à la production a poursuivi sa forte baisse, atteignant en mai son niveau le plus bas depuis le début de la série, soit 1982. Cette forte tendance à la baisse reflète une augmentation des prix à la production sensiblement plus forte à l'étranger qu'en Suisse. Cela devrait avoir un effet globalement positif sur la compétitivité-prix des entreprises exportatrices suisses.

graphique 49 : Indices de cours de change réels

pondérés par les échanges, moyenne historique = 100

