

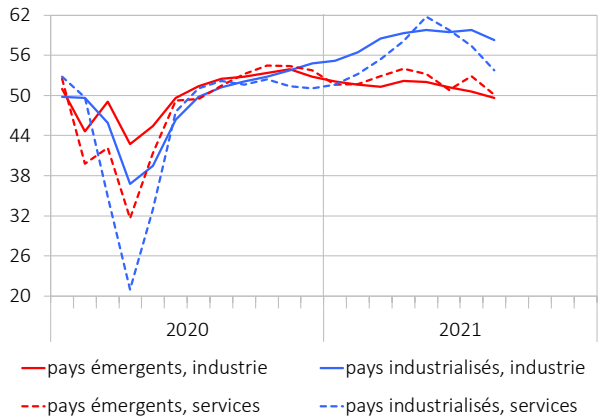
Environnement international et monétaire

Économie mondiale

La reprise de l'économie mondiale s'est accélérée au 2^e trimestre. Dans de nombreux pays industrialisés, dont la zone euro et les États-Unis, la progression des programmes de vaccination a permis d'améliorer la situation épidémique et d'assouplir les mesures de confinement. En conséquence, les industries de services à forte intensité de contacts, qui étaient auparavant sévèrement limitées, se sont redressées à pas de géant. Par contre, le secteur industriel, ralenti par des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement en composants de production importants, a perdu de son élan au niveau mondial.

graphique 36 : Indices des directeurs d'achat (PMI)

valeurs désaisonnalisées, seuil de croissance = 50, services : indice de l'activité économique



source : Markit

Dans l'ensemble, les indicateurs du climat de confiance donnent à penser que la reprise se poursuivra, bien qu'initialement avec un peu moins de vigueur que prévu. Ainsi, les indices des directeurs d'achat (PMI) des pays industrialisés continuent de se situer bien au-dessus du seuil de croissance (graphique 36). Toutefois, les indices PMI dénotent globalement un ralentissement de la dynamique tant dans le secteur industriel que dans celui des services.

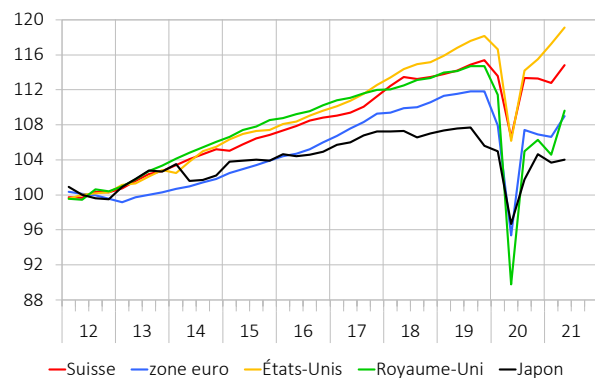
Compte tenu des derniers indicateurs, le Groupe d'experts de la Confédération révisé légèrement à la baisse sa prévision de croissance de la demande mondiale du point de vue de la Suisse en 2021. En revanche, des effets de rattrapage un peu plus importants sont attendus en 2022.

Zone euro

Au 2^e trimestre 2021, l'économie de la zone euro a connu une forte reprise. Dans de nombreux pays, les mesures visant à contenir la propagation du coronavirus ont été assouplies ; la valeur ajoutée des secteurs de services directement concernés a augmenté en conséquence. Dans le secteur manufacturier, en revanche, la dynamique s'est quelque peu affaiblie à cause de goulets d'étranglement dans l'approvisionnement en équipements et en biens intermédiaires. Au total, le PIB a augmenté de 2,2 % (graphique 37).¹⁴

graphique 37 : PIB, comparaison internationale

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2012 = 100



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

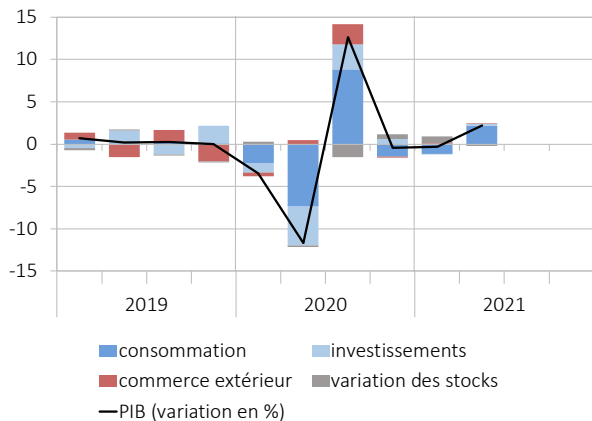
Après l'assouplissement des mesures de confinement, la consommation privée a contribué de manière significative à la reprise du côté des dépenses (graphique 38). La consommation publique a elle aussi fortement augmenté suite aux campagnes de dépistage et de vaccination fi-

¹⁴ 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.

nancées par l'État. L'activité d'investissement a également enregistré une recrudescence, notamment dans la construction commerciale. En revanche, l'investissement dans les nouveaux équipements est resté faible, ce qui s'explique probablement aussi par les goulets d'étranglement de l'offre. Si le commerce extérieur dans son ensemble n'a donné qu'une faible impulsion à la croissance, tant les importations que les exportations de biens et services se sont néanmoins accélérées.

graphique 38 : Contributions des composantes, zone euro

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



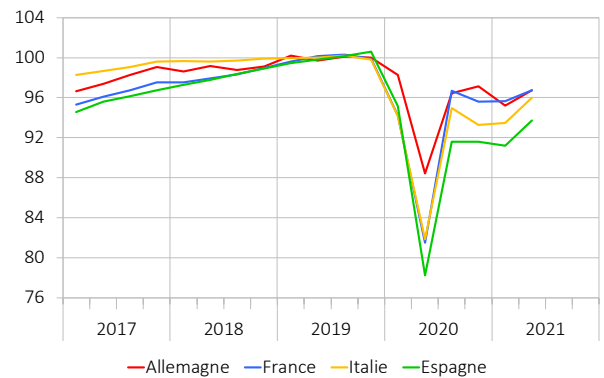
source : Eurostat

Au niveau des pays, le 2^e trimestre présente une image mitigée : la production a augmenté de 1,6 % en **Allemagne**, mais de 1,1 % seulement en **France**. En revanche, le PIB a augmenté de 2,7 % en **Italie**, et même de 2,8 % en **Espagne** (graphique 39). Après la levée des mesures de restriction, la consommation privée a bénéficié dans tous les pays d'un fort effet de rattrapage, particulièrement évident en Italie et en Espagne. Ce sont en conséquence les services liés à la consommation qui en ont le plus profité. Cependant, l'industrie allemande et française, en particulier l'industrie automobile, a été affectée par des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement en biens intermédiaires importants : dans les deux pays, la valeur ajoutée brute de l'industrie manufacturière a diminué.

Au cours des derniers mois, le marché du travail a évolué au même rythme que l'activité économique. Le taux de chômage a continué à baisser dans la zone euro, notamment en Italie et en Espagne (graphique 40). Si les mesures d'amortissement, telle l'allocation de chômage partiel (« Kurzarbeitergeld ») en Allemagne, jouent encore un rôle, la part des travailleurs bénéficiant de ces mesures a continué de décroître au cours des derniers mois.

graphique 39 : PIB, divers pays de la zone euro

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2019 = 100

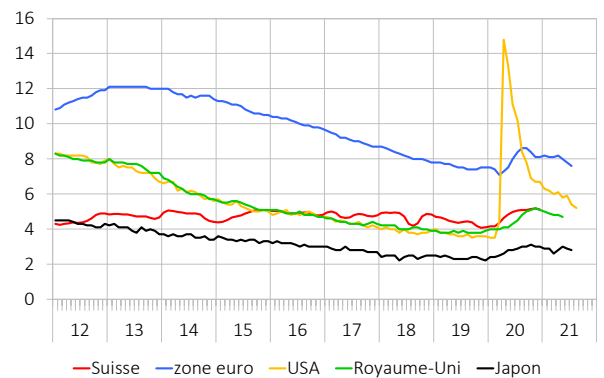


source : Eurostat

La reprise devrait se poursuivre au cours des prochains trimestres, mais à un rythme de plus en plus lent : après une forte hausse suite aux mesures d'assouplissement, les ventes au détail ainsi que la production dans l'industrie et le secteur de la construction se sont récemment affaiblies de manière notable. Si le climat de confiance dans l'industrie et dans le secteur des services a également légèrement fléchi en août, il reste nettement supérieur à la moyenne à long terme, ce qui indique une poursuite de l'expansion, même si elle est quelque peu ralentie (graphique 41).

graphique 40 : Chômage, comparaison internationale

taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %

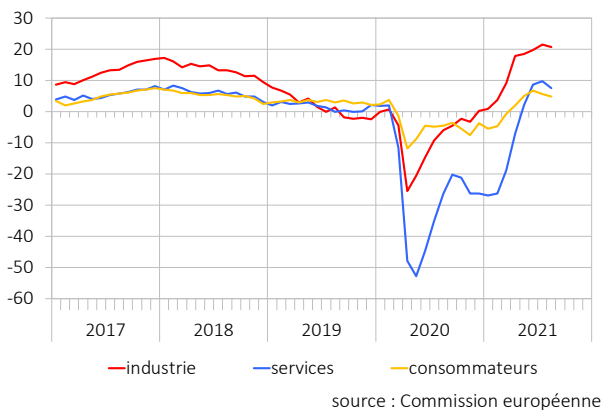


sources : OFS (désaisonn. : SECO), Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, CaO Japan

Le groupe d'experts escompte une expansion de la zone euro nettement supérieure à la moyenne pour l'année en cours et l'année prochaine et maintient sa prévision précédente. Le niveau du PIB d'avant la crise devrait être à nouveau atteint au début de 2022.

graphique 41 : Indicateurs de confiance, zone euro

sous-composantes de l'Economic Sentiment Indicator, soldes, valeurs désaisonnalisées et corrigées de la valeur moyenne

**États-Unis**

Le PIB des États-Unis a augmenté de 1,6 % au 2^e trimestre 2021, ce qui représente à nouveau une hausse supérieure à la moyenne. Pour la première fois depuis le déclenchement de la pandémie, il était ainsi nettement supérieur au niveau d'avant la crise (graphique 37). La reprise a été principalement stimulée par la consommation (graphique 42). La demande de services impliquant des contacts, tels que des offres gastronomiques ou des concerts, a de nouveau connu une nette reprise. Le commerce et le secteur des transports ont également bénéficié de l'assouplissement des mesures sanitaires et du regain de mobilité qui l'a accompagné. L'industrie a connu une évolution positive au 2^e trimestre, mais a été ralentie par des difficultés de livraison de produits intermédiaires. Cette évolution tient, d'une part, à une forte augmentation de la demande et, d'autre part, à des perturbations dans les chaînes d'approvisionnement internationales.

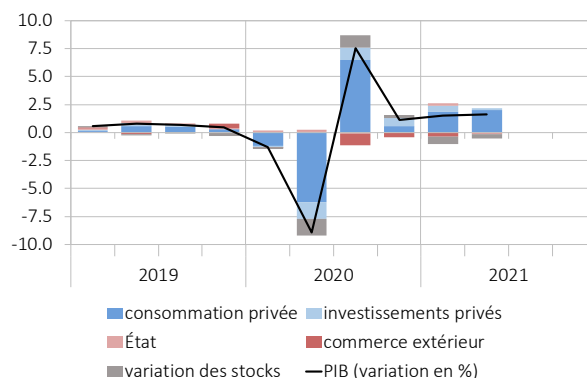
Sur le marché du travail, la situation a également continué de s'améliorer. En août, le taux de chômage était tombé à 5,2 % et l'emploi avait sensiblement augmenté. En avril 2020, environ 15 % du total des emplois avaient été supprimés ; depuis lors, plus des deux tiers de cette baisse ont été rattrapés. Au cours des derniers mois, bien que l'emploi ait nettement progressé, notamment dans le secteur de la restauration, de nombreux secteurs ont continué de rencontrer des difficultés à recruter des travailleurs adéquats. La demande dépasse désormais nettement l'offre : en juin, le nombre record de 10 millions d'offres d'emploi n'a été suivi que par 8 millions de demandeurs d'emploi.

Cela se reflète dans le taux d'activité, qui stagne à environ 1,5 point de pourcentage en dessous du niveau d'avant la crise depuis avril 2021. Dans les secteurs à bas salaires, l'augmentation des allocations de chômage est susceptible d'avoir incité à ne pas travailler. Cependant,

ces indemnités ont expiré dans divers États en juillet et sont généralement limitées à la fin septembre. En outre, des problèmes de santé, ainsi que l'annulation des services de garde d'enfants et la fermeture des écoles, risquent encore d'inciter certains employés à ne pas regagner le marché du travail. Une autre raison de la pénurie de personnel pourrait être la réticence de certains employés à reprendre leurs anciens postes en raison de leur réorientation professionnelle.

graphique 42 : Contributions des composantes, USA

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



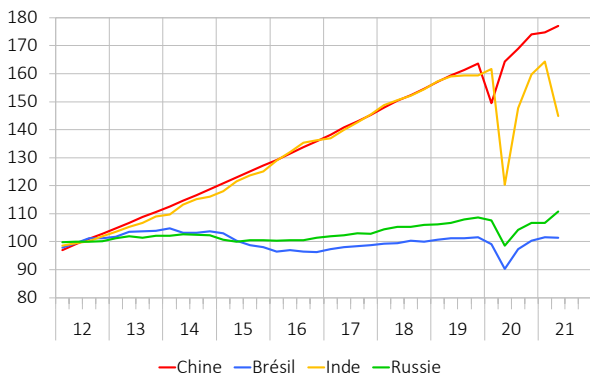
Les indicateurs actuels du climat de confiance présentent une image hétérogène. Les indices PMI pour l'industrie et les services restent à des niveaux très élevés et laissent présager une forte reprise de l'économie dans les mois à venir. Le tableau est toutefois assombri par d'importants goulets d'étranglement en matière de capacité et d'approvisionnement, qui font grimper les prix (cf. p. 27 et suivantes). Du fait de la forte propagation du variant delta du coronavirus durant l'été, le climat de confiance des consommateurs s'est de nouveau sensiblement assombri. Le groupe d'experts présume que les goulets d'étranglement en matière de capacité et la détérioration de la situation épidémiologique ralentiront légèrement la croissance économique au cours du second semestre de 2021. La reprise devrait se poursuivre l'année prochaine.

Chine

La croissance du PIB en Chine s'est accélérée, atteignant 1,3 % au 2^e trimestre, ce qui correspond à peu près aux taux de croissance moyens observés avant la pandémie (graphique 43).

graphique 43 : PIB, pays du groupe Bric

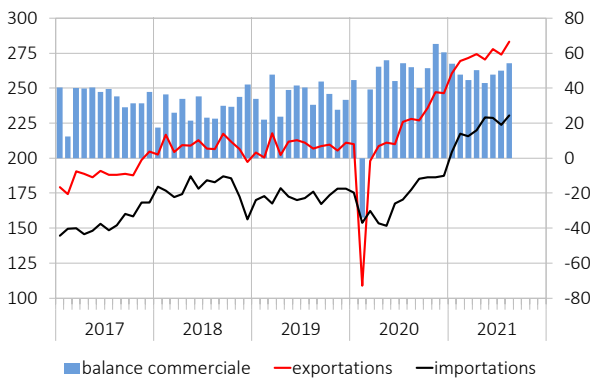
valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2012 = 100

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

Ce sont de nouveau l'industrie et les exportations qui ont soutenu l'expansion de la production au cours des derniers mois. Dans un contexte de reprise mondiale et de relâchement des mesures sanitaires chez les principaux partenaires commerciaux, la demande a augmenté, notamment pour les biens d'équipement et les produits de haute technologie en provenance de Chine. En conséquence, les exportations chinoises ont à nouveau progressé. La balance commerciale continue d'afficher un excédent mensuel d'environ 50 milliards de dollars US (graphique 44). L'économie intérieure chinoise reste toutefois à la traîne en ce qui concerne le développement des exportations. La croissance du revenu des ménages est inférieure à celle du PIB et le chômage s'est stabilisé.

graphique 44 : Commerce de marchandises, Chine

valeurs désaisonnalisées, en milliards de dollars US



source : China Customs Statistics Information Center

L'économie chinoise semble en perte de vitesse au 3^e trimestre : le coronavirus est apparu dans des dizaines de villes depuis juillet, incitant les autorités locales à isoler des communautés, à faire passer des tests à des millions de personnes et à interrompre temporairement le fonctionnement des entreprises et des usines. À cela s'ajoutent les effets négatifs des inondations, de la hausse des prix des intrants et de nouvelles réglementations dans divers secteurs. La dynamique de la production industrielle

et des investissements en capital fixe a ainsi ralenti en juillet, et les ventes au détail ont même diminué. Les perspectives générales sont moroses : le PMI manufacturier est récemment passé sous le seuil de croissance et le climat de confiance des consommateurs a chuté à son plus bas niveau depuis septembre 2020. La situation économique devrait cependant revenir à la normale à partir de l'hiver. Globalement, le Groupe d'experts de la Confédération révisé légèrement à la baisse ses prévisions pour 2021. À 8,3 %, ce chiffre reste supérieur à la moyenne historique.

Autres pays

Au 2^e trimestre 2021, le PIB du **Royaume-Uni** a augmenté de 4,8 %, soit plus fortement que prévu, après avoir accusé une baisse de 1,6 % au 1^{er} trimestre (graphique 37). Ce qui signifie que le PIB est toujours inférieur d'environ 4,5 % au niveau d'avant la crise ; en comparaison internationale, l'économie britannique reste sévèrement éprouvée. Au 2^e trimestre, les mesures sanitaires ont été progressivement assouplies après un nouveau confinement imposé au début de l'année. En conséquence, la consommation privée a fortement augmenté, ce qui s'est traduit du côté de la production par de fortes hausses dans le commerce de gros et de détail, l'hôtellerie, la restauration et la formation. Cependant, après un 1^{er} trimestre négatif, l'industrie a également connu dans l'ensemble une évolution positive, principalement grâce à la production de biens de consommation. Par contre, la production de matériel de transport a continué d'être freinée par des goulets d'étranglement dans l'approvisionnement en puces et en semi-conducteurs.

Depuis la mi-juillet, une grande partie des mesures sanitaires ont été levées au Royaume-Uni. Cela se reflète également dans le climat de confiance des consommateurs, qui s'est maintenant totalement remis de la crise causée par le coronavirus. Le groupe d'experts s'attend à une poursuite de la reprise économique au cours des prochains trimestres. Le niveau d'avant la crise devrait être retrouvé dans le courant de 2022.

En comparaison internationales, l'économie du **Japon** n'a connu au 2^e trimestre 2021 qu'une croissance hésitante (0,5 %). La reprise a été ralentie par l'imposition d'un troisième état d'urgence à la fin du mois d'avril. Des impulsions faibles mais positives sont venues du marché intérieur : la consommation privée et publique ainsi que l'activité d'investissement ont augmenté. Les importations ont affiché le taux de croissance le plus élevé depuis sept ans. Malgré une forte augmentation des exportations, les impulsions données par le commerce extérieur ont donc été négatives. Pour le 3^e trimestre, il n'y a pas non plus de signes d'accélération : les conditions se sont aggravées pour les entreprises suite aux perturbations de la chaîne d'approvisionnement et à l'augmentation des

cas de Covid 19, ce qui a conduit à l'imposition d'un quatrième état d'urgence en juillet, mesure qui a récemment été étendue à huit préfectures supplémentaires. En outre, les Jeux olympiques sont susceptibles d'avoir eu des effets économiques limités en raison des restrictions de voyage et du fait qu'ils se sont déroulés sans public. Vu la faiblesse de l'économie nationale japonaise, le groupe d'experts revoit à la baisse ses prévisions pour 2021. La reprise devrait toutefois s'accélérer au cours du semestre d'hiver, d'où il s'ensuit que les perspectives s'améliorent quelque peu pour 2022.

L'économie de l'**Inde** a chuté de 10,2 % au 2^e trimestre (graphique 43). Ce déclin, accompagné d'une baisse de la production et de la consommation, est dû à la forte augmentation des nouvelles infections et aux mesures de confinement mises en place entre avril et mai. Toutefois, les effets conjugués d'un nouvel assouplissement en juin, d'une mousson intense dans le sud-ouest et de l'impact

positif qui en résulte sur l'agriculture devraient se traduire par une forte reprise dans le trimestre en cours. Pour l'ensemble de l'année 2021, le groupe d'experts es-compte une croissance nettement plus faible que celle envisagée dans les prévisions précédentes, mais prévoit une croissance plus forte pour 2022. En **Russie**, le 2^e trimestre a été marqué par une forte reprise de l'industrie manufacturière et des services liés à la consommation suite à l'assouplissement des mesures de restriction. Au 2^e trimestre, le PIB a retrouvé son niveau d'avant la crise. Les performances économiques du **Brésil** au 2^e trimestre, en revanche, ont été légèrement inférieures au niveau d'avant la crise : le PIB a reculé de 0,1 %, en partie à cause d'une sécheresse record. Pour l'ensemble des **pays du groupe Bric** (Brésil, Russie, Inde et Chine), le groupe d'experts révisé légèrement à la baisse son hypothèse pour 2021, en raison notamment de l'évolution en Inde, et légèrement à la hausse pour 2022.

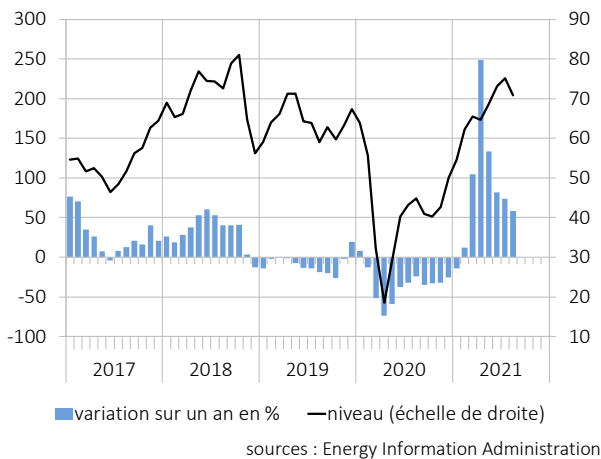
Cadre monétaire

Prix en comparaison internationale

L'inflation a de nouveau augmenté sensiblement dans de nombreux endroits au cours des mois d'été, atteignant même dans certains pays des niveaux observés pour la dernière fois avant la crise financière (graphique 46, graphique 47). Les taux d'inflation élevés par rapport au passé récent sont dus pour une bonne part à des effets de base très positifs, les prix, notamment celui du pétrole, ayant été très bas pendant la même période de l'année précédente en raison de la crise. Ainsi, même en août 2021, il fallait payer près de 60 % de plus pour un baril de pétrole brut qu'une année auparavant (graphique 45). De plus, l'inflation sous-jacente a également augmenté dans de nombreux endroits, voire de manière très sensible dans certains pays.

graphique 45 : Prix du pétrole

en dollars US



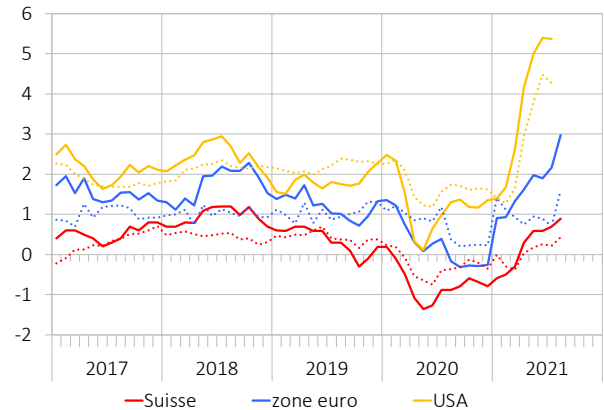
Aux **États-Unis** notamment, l'inflation sous-jacente a enregistré une forte hausse, atteignant 4,5 % en juin, soit le niveau le plus élevé depuis le début des années 1990. Cette évolution est due principalement à de nouvelles hausses des prix des voitures d'occasion, pour lesquelles il a fallu payer en juillet 40 % de plus qu'une année auparavant. Mais pour les services de transport et les voitures neuves également, des taux d'augmentation des prix supérieurs à la moyenne ont été enregistrés par rapport à l'année précédente. L'inflation globale a été de 5,4 % en juin et juillet.

Dans la **zone euro**, au **Royaume-Uni**, en **Chine** et en **Suisse**, l'inflation a continué d'augmenter au cours des trois derniers mois pour atteindre un niveau de l'ordre de 1 % à 3 %. L'inflation sous-jacente a également augmenté dans ces zones économiques, mais dans une mesure bien moindre qu'aux États-Unis. Là aussi (exception

faite de la Chine), d'importants effets de base dans le secteur des transports ont été les principaux facteurs responsables de cette augmentation. En Allemagne, un effet particulier a contribué à la forte hausse de l'inflation : une réduction temporaire du taux de TVA a été appliquée au second semestre de 2020, ce qui tire les taux d'inflation actuels vers le haut de plus d'un point de pourcentage en comparaison annuelle. En Allemagne, l'inflation a ainsi atteint en août 3,4 %, soit le taux le plus élevé depuis le début de la crise financière. Mais en Espagne, en Italie et en France également, l'inflation a nettement dépassé en août la barre des 2 %. Dans l'ensemble, la montée de l'inflation a été plus forte que prévu dans de nombreux pays. Toutefois, avec l'expiration des effets de base, les taux d'inflation devraient sensiblement diminuer à nouveau à partir du début 2022 au plus tard.

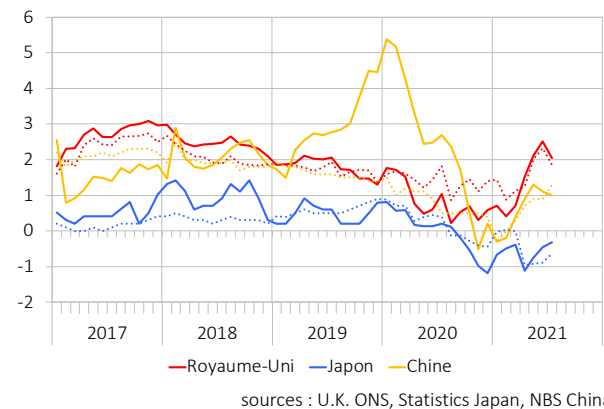
graphique 46 : Inflation, comparaison internationale

variation sur un an en %, en pointillés : inflation sous-jacente respective



graphique 47 : Inflation, autres pays

variation sur un an en %, en pointillés : inflation sous-jacente respective



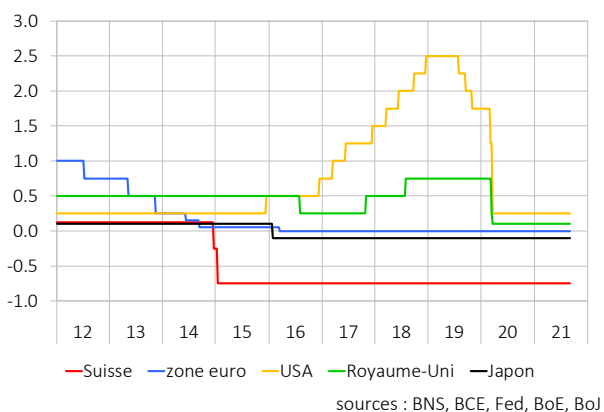
Politique monétaire

Au cours du dernier trimestre, les taux d'intérêt directeurs des principaux pays industrialisés sont restés inchangés, proches de zéro ou en terrain négatif (graphique 48). Les programmes d'achat d'obligations se sont également poursuivis, sans changement.

Lors de la session de juillet 2021, la **Réserve fédérale américaine (Fed)** a confirmé la politique monétaire qu'elle a pratiquée jusqu'à présent. La fourchette cible du taux d'intérêt directeur reste inchangée, à savoir de 0,0 % à 0,25 %. La Fed considère que la politique monétaire expansionniste est appropriée jusqu'à ce que le plein emploi prévaille sur le marché du travail et que l'objectif d'une inflation de 2 % en moyenne soit atteint à long terme. Vu les progrès substantiels réalisés en ce qui concerne l'objectif d'inflation et la situation sur le marché du travail, il a été indiqué qu'une réduction progressive (« tapering ») des achats d'obligations pourrait être appropriée avant la fin de l'année.

graphique 48 : Taux d'intérêt de référence

en %



Le 8 juillet 2021, la **Banque centrale européenne (BCE)** a présenté sa nouvelle stratégie de politique monétaire. Cette nouvelle stratégie prévoit notamment un objectif symétrique d'inflation à moyen terme de 2 %, ce qui signifie que les écarts négatifs par rapport à l'objectif sont tout aussi indésirables que les écarts positifs. En outre, le taux d'inflation peut temporairement dépasser légèrement la valeur cible. Conformément à sa nouvelle stratégie, la BCE a décidé, lors de sa réunion de septembre, de maintenir le taux d'intérêt directeur à 0 %. Le programme d'achat d'obligations de la PPA restera également inchangé. Concernant le programme d'achat de titres d'urgence face à la pandémie (PEPP), le Conseil de la BCE a estimé que des conditions de financement favorables peuvent être assurées même avec des achats nets modérément réduits.

La **Banque nationale suisse (BNS)** s'en tient, elle aussi, à sa politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt

directeur reste inchangé à -0,75 %. L'appréciation du franc suisse restant très élevée, la BNS est toujours prête à intervenir, au besoin, sur le marché des changes.

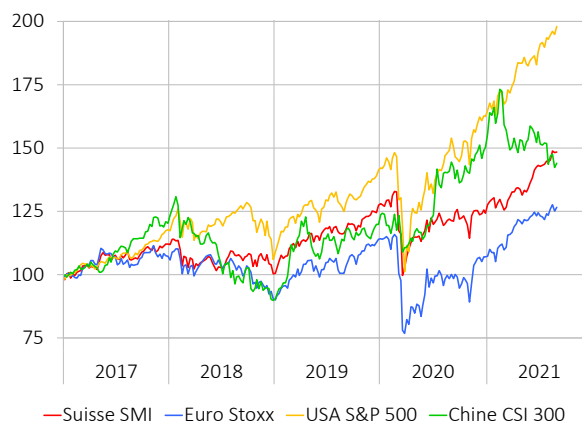
Lors de sa séance du mois d'août, la **Banque d'Angleterre** a confirmé l'orientation actuelle de sa politique monétaire. Elle a laissé le taux d'intérêt directeur inchangé à 0,1 %. En outre, le programme d'achat d'obligations se poursuivra avec un volume cible inchangé de 895 milliards de livres. Au **Japon** également, le taux d'intérêt de référence reste de -0,1 % sans changement. La **Banque centrale sud-coréenne** est la première banque de la région à relever son taux d'intérêt directeur de 0,5 % à 0,75 % depuis l'apparition de la pandémie.

Marchés des actions

Les marchés boursiers de la Suisse, de la zone euro et des États-Unis ont connu une évolution très positive (graphique 49). Stimulés par une évaluation toujours confiante de l'évolution conjoncturelle, divers indices ont atteint des sommets sans précédent. Une évolution particulièrement dynamique a été celle de l'indice américain S&P 500 qui, à la fin du mois d'août, dépassait d'environ 20 % celui du début de l'année. L'Euro Stoxx européen et le SMI ont également enregistré d'importants bénéfices sur les cours. La situation en Chine est différente : en juillet-août, les marchés ont réagi de manière sensible à la résurgence de la pandémie et aux restrictions économiques qui en découlent. En outre, des réglementations plus strictes dans divers secteurs économiques, tels que l'éducation et l'immobilier, ainsi que dans l'industrie technologique, ont également freiné le développement. À la fin du mois d'août, l'indice chinois CSI 300 se négociait environ 17 % en dessous de son sommet de l'année, atteint en février. La montée de l'incertitude se traduit par une plus grande volatilité du CSI 300. En revanche, la volatilité des marchés a continué de diminuer légèrement en Suisse, dans la zone euro et aux États-Unis.

graphique 49 : Marchés des actions

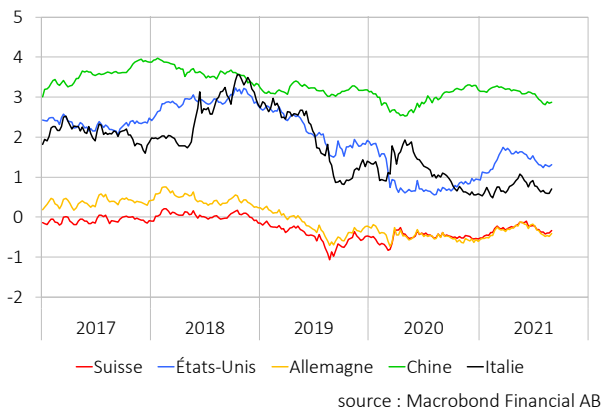
moyenne de janvier 2017 = 100



Marchés des capitaux

Les rendements des obligations d'État à dix ans ont de nouveau accusé une légère tendance à la baisse ces derniers mois, après avoir quelque peu augmenté au printemps du fait des perspectives économiques positives et de prévisions d'inflation plus élevées. Les obligations d'État américaines se négociaient à environ 1,3 % à la fin août après avoir dépassé 1,6 % à la fin du mois de mai. Les rendements en Allemagne et en Suisse ont évolué en parallèle et demeurent en terrain négatif (graphique 50). Les primes de rendement des obligations d'État à risque sont restées généralement stables.

graphique 50 : Rendement des emprunts d'État à dix ans en %



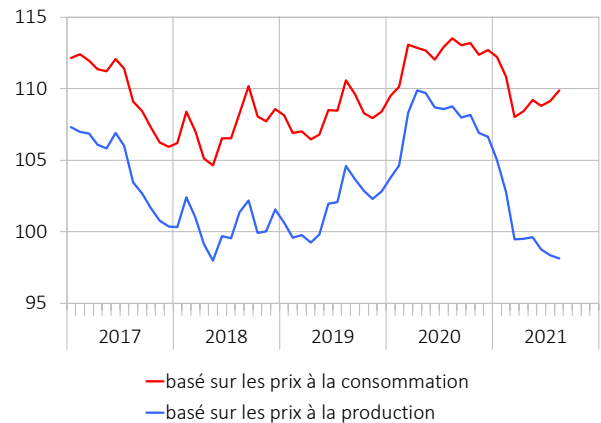
Cours de change

Durant les mois d'été, le franc suisse a suscité un regain d'intérêt par rapport à l'euro. Sa tendance à l'appréciation a toutefois été stoppée à la fin du mois d'août et il a

de nouveau perdu de la valeur par rapport à l'euro. Il s'est légèrement déprécié par rapport au dollar américain.

Mesuré en termes de prix à la consommation, le franc, à la fin du mois d'août, s'est également quelque peu apprécié en termes réels et pondérés par les échanges commerciaux (graphique 51). En août, l'indice dépassait de 10 % sa moyenne à long terme. En revanche, l'indice basé sur les prix à la production a continué d'afficher une légère baisse, ce qui dénote que la hausse des prix à la production a été plus forte à l'étranger qu'au niveau national. En août, l'indice était légèrement inférieur, de 2 %, à la moyenne à long terme.

graphique 51 : Indices de cours de change réels pondérés par les échanges, moyenne historique = 100



sources : BNS, J.P. Morgan