

Environnement international et monétaire

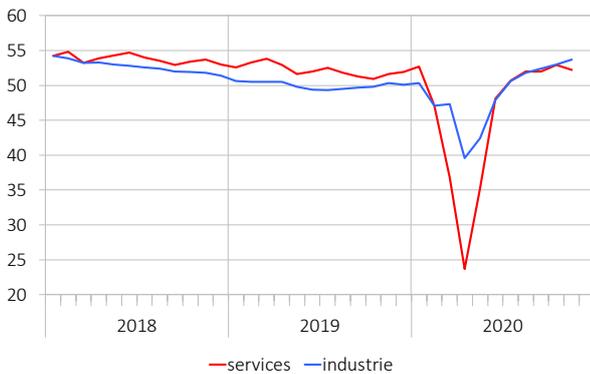
Économie mondiale

Grâce à l'assouplissement des mesures de lutte contre le Covid-19 au milieu de l'année 2020 et à d'importantes mesures de soutien des gouvernements, l'activité économique mondiale s'est à nouveau accélérée, même si son niveau d'avant la crise n'a pas été atteint. À cet égard, on constate une hétérogénéité considérable entre les économies nationales et entre les différents secteurs d'activité. Par exemple, le trafic aérien international ne s'est pratiquement pas rétabli, alors que d'autres secteurs liés à la consommation, notamment le commerce, ont davantage bénéficié de la reprise dans de nombreux pays. Globalement, le 3^e trimestre a connu un peu partout des records d'augmentation du PIB, à partir des niveaux très bas enregistrés au 2^e trimestre.

Reprise au 3^e trimestre

graphique 40 : Indices des directeurs d'achat (PMI)

valeurs désaisonnalisées, seuil de croissance = 50



source : Markit

La situation épidémiologique s'étant aggravée en de nombreux endroits au cours de l'automne, les mesures de confinement sont devenues plus strictes, ce qui pèse sur l'évolution économique. Il n'y a cependant pas eu, du moins jusqu'au début du mois de décembre, de mesures de confinement aussi rigoureuses que celles imposées au printemps. La reprise en Chine, deuxième économie mondiale, s'est en outre poursuivie, ce qui a soutenu la

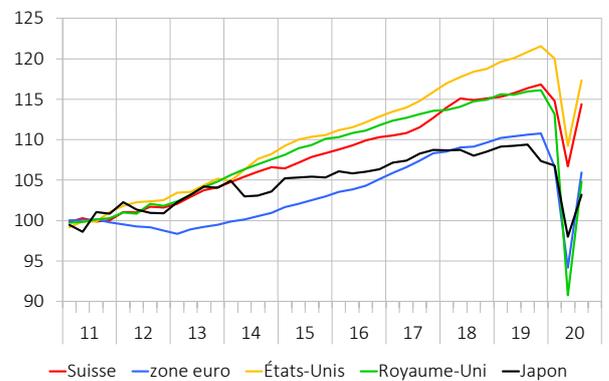
demande globale. Ainsi, au début du mois de décembre, aucun signe n'annonce un deuxième effondrement massif de l'économie mondiale. Les indices PMI mondiaux sont restés jusqu'à ces derniers temps en terrain de croissance, mais l'indice du secteur des services a récemment signalé un certain affaiblissement de la dynamique (graphique 40).

Zone euro

Grâce à une forte croissance de 12,6 % au 3^e trimestre, le PIB de la zone euro a pu compenser une grande partie de la baisse causée par la pandémie au trimestre précédent (-11,8 %). Ainsi, après les mois d'été, le PIB était toujours inférieur d'environ 4,4 % au niveau du 4^e trimestre 2019 précédant la crise (graphique 41).¹⁷

graphique 41 : PIB, comparaison internationale

valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2011 = 100



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

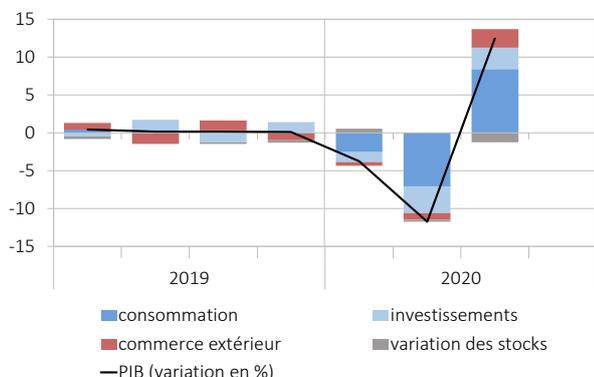
La reprise a été principalement soutenue par la demande intérieure, qui a le plus bénéficié de l'assouplissement des mesures de confinement (graphique 42). La consommation privée a été stimulée par des effets de rattrapage parfois importants, qui ont également entraîné une forte reprise du commerce intra-européen. Les exportations de la zone euro dans son ensemble ont toutefois augmenté beaucoup plus rapidement que les importations,

¹⁷ Sauf indication contraire, les taux de croissance sont exprimés par rapport au trimestre précédent des agrégats macroéconomiques réels et désaisonnalisés sont commentés ci-dessous, ainsi que les données désaisonnalisées du marché du travail.

d'où une contribution très positive du commerce extérieur au PIB.

graphique 42 : Contribution des composantes, zone euro

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

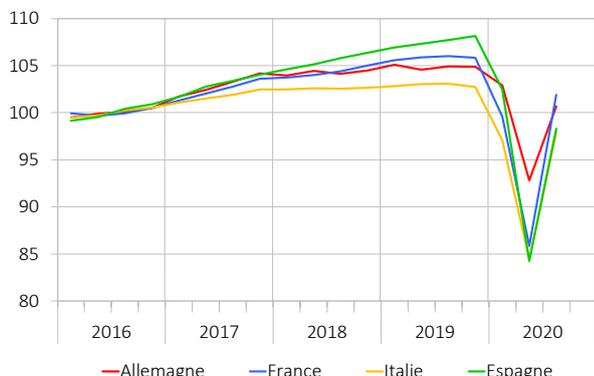


source : Eurostat

À l'instar de l'effondrement du 2^e trimestre, la reprise économique au 3^e trimestre a été généralisée, s'étendant à tous les pays de la zone euro. L'intensité de ce mouvement inverse tendait à correspondre à l'ampleur de l'effondrement préalable (graphique 43). Après avoir chuté de près de 14 % au trimestre précédent suite à des mesures de confinement relativement sévères, la France a enregistré la plus forte croissance trimestrielle de la zone euro, avec une hausse de plus de 18 %. Le PIB est ainsi revenu à un niveau inférieur d'environ 4 % à celui d'avant la crise. La reprise a été tout aussi forte en Italie, de même qu'en Espagne où le PIB avait fortement régressé au 2^e trimestre. La reprise, en Espagne, a été quelque peu retardée par rapport aux autres grands pays de la zone euro étant donné que l'économie espagnole dépend davantage du secteur des services, notamment du tourisme.

graphique 43 : PIB, divers pays de la zone euro

valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2016 = 100

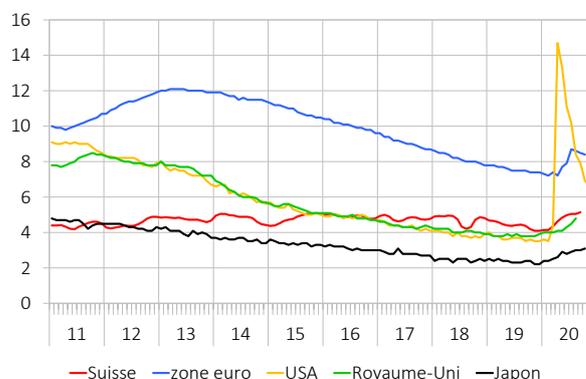


source : Eurostat

Jusqu'à présent, l'Allemagne est sortie relativement indemne de la crise du Covid-19. Au 1^{er} semestre 2020, les chiffres de la contagion y ont été inférieurs à ceux des autres pays de la zone euro et les mesures sanitaires moins rigoureuses. En outre, avec sa forte proportion d'industries, la structure sectorielle de l'économie allemande a contribué à la stabilisation. La consommation privée, notamment, s'est largement redressée au 3^e trimestre. Les restrictions ont été assouplies dans une large mesure et la situation du marché du travail est relativement stable. Le chômage a par exemple augmenté de 0,7 point de pourcentage en Allemagne entre mars et juillet, alors que, sur la même période, il a progressé de 1,4 point en France et en Italie, et même de 2 points en Espagne.

graphique 44 : Chômage, comparaison internationale

taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %



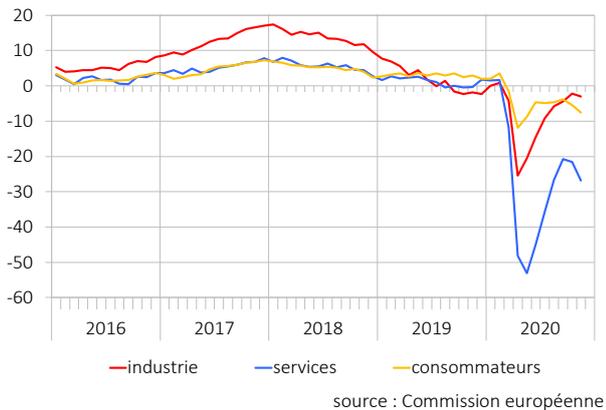
sources : OFS (désaisonn. : SECO), Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, CaO Japan

Dans l'ensemble de la zone euro, le chômage a atteint en juillet son niveau le plus élevé depuis la fin 2017. Ce chiffre est néanmoins bien inférieur aux sommets atteints en 2013 lors de la crise de l'euro (graphique 44). Une recrudescence a pu être évitée grâce à des mesures de soutien massives mises en œuvre par les pouvoirs publics et, notamment, à une large adoption du chômage partiel. Entre juillet et octobre, la situation sur les marchés européens du travail s'est légèrement détendue du fait de l'assouplissement des mesures de lutte contre le Covid-19.

Cependant, depuis septembre, de nombreux indicateurs du climat économique s'affaiblissent (graphique 45). Face à l'augmentation du nombre des cas de Covid-19, les mesures de confinement ont été à nouveau renforcées, mais pas autant qu'au printemps passé. C'est une fois de plus le secteur des services qui en est le plus affecté. Le Groupe d'experts de la Confédération prévoit dès lors une croissance plus faible en 2021 que dans les prévisions précédentes. Le PIB ne devrait retrouver que vers la fin 2022 son niveau de croissance d'avant la crise, ce qui présuppose toutefois qu'il n'y ait pas de nouveau durcissement drastique des mesures à l'avenir.

graphique 45 : Indicateurs de confiance, zone euro

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


États-Unis

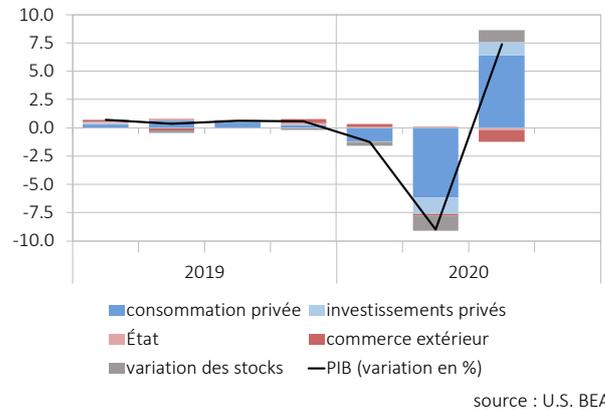
Après sa forte régression au 2^e trimestre (-8,9 %), l'économie des États-Unis s'est nettement redressée (+7,4 %) au 3^e trimestre (graphique 41). Ayant ainsi comblé environ deux tiers des pertes enregistrées au cours du premier semestre, les États-Unis ont jusqu'à présent traversé la crise en subissant relativement peu de dommages économiques en comparaison internationale. Les conditions se sont nettement améliorées au cours du 3^e trimestre grâce au développement favorable de la situation épidémiologique et à la levée progressive des restrictions. L'investissement privé a fortement augmenté et les consommateurs sont retournés dans les commerces et restaurants ouverts (graphique 46). L'amélioration de la situation économique se reflète également sur le marché du travail. Après avoir atteint le niveau record de 14,8 % en mars, le taux de chômage a considérablement baissé. Toutefois, à 6,9 % en octobre, il dépassait encore nettement le niveau d'avant la crise. S'il n'est ainsi pas revenu aux valeurs de fin 2019, le climat de consommation est néanmoins bien meilleur que pendant la crise financière. Contrairement à la conjoncture intérieure, le commerce extérieur ne s'est redressé que de manière hésitante sur fond de pénurie de la demande étrangère.

Lorsque la propagation du coronavirus a repris à la fin de l'automne, des restrictions plus strictes se sont à nouveau généralisées, ce qui devrait ralentir la reprise pour le moment. Par ailleurs, les vaccins qui pourraient être disponibles avant la fin de l'année améliorent les perspectives, mais leur effet exact sur l'évolution de la pandémie n'est pas encore clair. L'incertitude est encore plus grande quant à la politique économique et sanitaire du gouvernement nouvellement élu. Le groupe d'experts s'attend à une augmentation significative de l'activité économique dans le courant de 2021, au fur et à mesure

que la situation épidémiologique s'améliorera. Si la reprise se poursuit, c'est vers la fin de 2021 que le PIB des États-Unis devrait retrouver son niveau d'avant la crise.

graphique 46 : Contribution des composantes, États-Unis

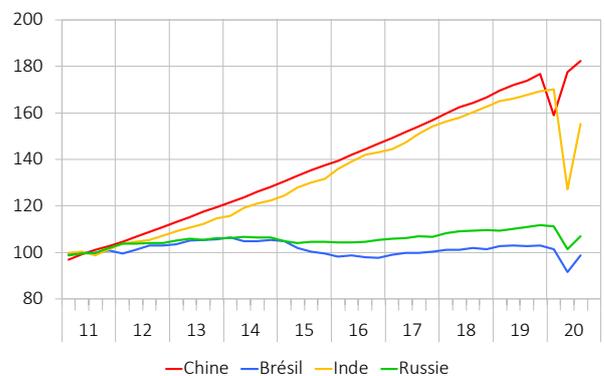
valeurs réelles désaisonnalisées, variation par rapport au trimestre précédent, en points de pourcentage


Chine

La croissance de l'économie chinoise a été de 2,7 % au 3^e trimestre. Comme on s'y attendait, la reprise amorcée au 2^e trimestre (+11,7 %) se poursuit donc, mais à un rythme nettement plus lent (graphique 47).

graphique 47 : PIB, pays du groupe Bric

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2011 = 100



Après une reprise économique stimulée au départ par une industrie renforcée et des exportations dynamiques, la consommation privée, en Chine, a donné au 3^e trimestre, pour la première fois en 2020, une impulsion positive à la croissance, même si le taux de chômage a continué d'augmenter, également soutenu par des mesures gouvernementales. Le climat de consommation s'est dès lors sensiblement amélioré et, en août, les chiffres d'affaires du commerce de détail

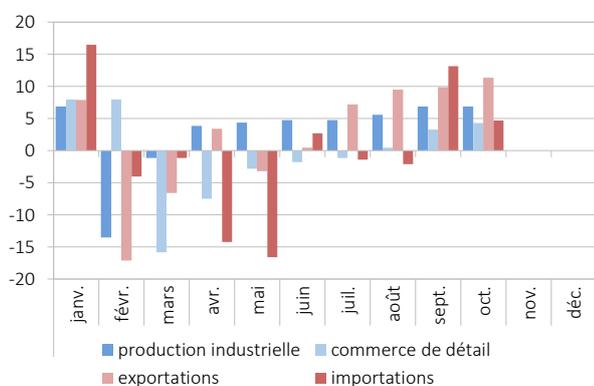
Chine : reprise de l'économie domestique

ont dépassé le niveau de l'année précédente pour la première fois depuis le début de la pandémie (graphique 48).

L'absence de forte propagation du coronavirus et les mesures imposées à l'échelle nationale ont également contribué à la reprise de l'économie chinoise. Bien que des épidémies sporadiques continuent de provoquer des fermetures localisées, les mesures locales de prévention et de contrôle ainsi que les capacités accrues de dépistage contribuent à éviter des fermetures aussi importantes que celles de février. Le regain de confiance dans la capacité de juguler la pandémie se reflète également dans le climat des entreprises : en octobre, l'indice des directeurs d'achat était bien supérieur au seuil de croissance, tant dans le secteur des services que dans l'industrie.

graphique 48 : Indicateurs, Chine, 2020

valeurs nominales, variation sur un an en %



source : NBS China

Le groupe d'experts revoit donc légèrement à la baisse ses prévisions de croissance du PIB chinois en 2020 et 2021 : l'effet plus important du coronavirus sur d'autres grandes économies devrait peser sur les exportations chinoises. En 2022, la croissance devrait revenir à des taux similaires à ceux d'avant la crise.

Autres pays

Le PIB du **Royaume-Uni** s'est accru de 15,5 % au 3^e trimestre (graphique 41), ce qui n'a toutefois compensé que partiellement son énorme déclin au cours du 2^e trimestre (-19,8 %). La production économique du 3^e trimestre est toujours inférieure de 9,7 % au niveau du 4^e trimestre 2019. En comparaison internationale, l'économie britannique a été particulièrement affectée par la pandémie et les mesures de restriction imposées. Le climat de plus grande incertitude économique a eu un effet non seulement sur la consommation privée, mais aussi sur la volonté des entreprises d'investir : au 3^e trimestre, les investissements en biens d'équipement sont restés inférieurs de 20,5 % au niveau observé fin 2019. Malgré

l'introduction du chômage partiel, l'emploi n'a cessé de décliner depuis le mois de mars.

Les perspectives se sont de nouveau détériorées en automne. Le 5 novembre est entré en vigueur un nouveau confinement national et, à partir du 2 décembre, un système de signalisation régional en fonction de la situation épidémiologique a été mis en place. Pour le 4^e trimestre, on s'attend donc à une baisse du PIB, suivie d'une reprise progressive. Une grande incertitude règne encore au sujet du Brexit : la période de transition convenue expire le 31 décembre 2020 et l'on ignore toujours ce qui se passera après cette date. Le groupe d'experts prévoit une baisse significative du PIB en 2020 et une reprise modérée en 2021.

L'économie du **Japon** a connu au 3^e trimestre 2020 une croissance de 5,0 %, la première positive depuis trois trimestres, qui a été principalement soutenue par la consommation privée. L'activité commerciale a rebondi au cours de l'été suite à l'assouplissement des mesures de confinement. Le climat de consommation s'est nettement amélioré. L'évolution du commerce extérieur a également été positive. La demande de produits d'exportation japonais, tels que les automobiles et les équipements informatiques, s'est considérablement accrue à la faveur de la reprise en Chine et en Europe. En revanche, le développement reste lent dans le domaine des investissements. Les entreprises ont évalué la situation des affaires au 3^e trimestre comme étant encore bien inférieure à la moyenne. De plus, la demande extérieure devrait souffrir, au début de l'année, de la deuxième vague de la pandémie, ce qui amène le groupe d'experts à revoir à la baisse ses prévisions de croissance annuelle pour 2020. Par contre, la reprise devrait être un peu plus vigoureuse en 2021 et se poursuivre jusqu'en 2022.

L'économie de l'**Inde** s'est bien rétablie au cours du 3^e trimestre. Toutefois, le PIB, qui a augmenté de 22,1 %, reste toujours inférieur de 8 % au niveau d'avant la crise (graphique 47). La reprise a été freinée par la vague persistante de Covid-19, contrée localement par des mesures de confinement. Au **Brésil** et en **Russie**, l'activité économique a également connu une reprise rapide au cours du 3^e trimestre. Pour les **pays du groupe Bric** (Brésil, Russie, Inde et Chine), le groupe d'experts revoit son hypothèse à la hausse pour 2020 compte tenu de la rapidité de la reprise au 3^e trimestre. En 2021, la compensation sera probablement plus faible que dans les prévisions préliminaires, en particulier en Inde. Une poursuite de la reprise est attendue pour 2022, mais avec un ralentissement de la dynamique.

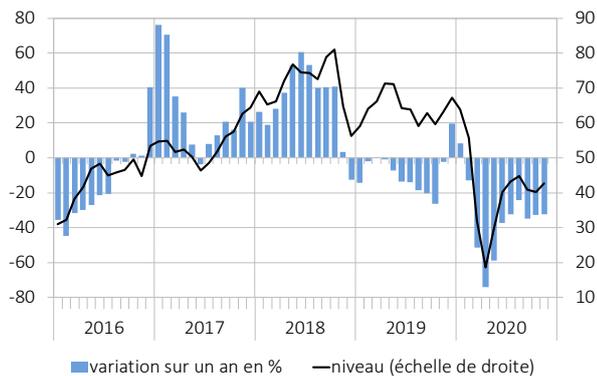
Cadre monétaire

Prix en comparaison internationale

En automne, l'inflation est restée en maints endroits à des niveaux relativement faibles. Cela reste principalement dû à la contribution négative du **prix du pétrole** qui, jusqu'à fin novembre, était coté à environ 40 dollars, soit plus de 30 % en dessous du niveau de l'année précédente (graphique 49). Dans la plupart des pays, l'inflation sous-jacente est également inférieure aux niveaux atteints avant le début de la crise du coronavirus. Les prix des services de transport – en particulier du trafic aérien – ont également baissé, atteignant parfois un niveau bien inférieur à celui de l'automne précédent. En revanche, la hausse des prix des denrées alimentaires continue de contribuer sensiblement à l'inflation, notamment aux États-Unis.

graphique 49 : Pétrole

prix du baril en dollars US



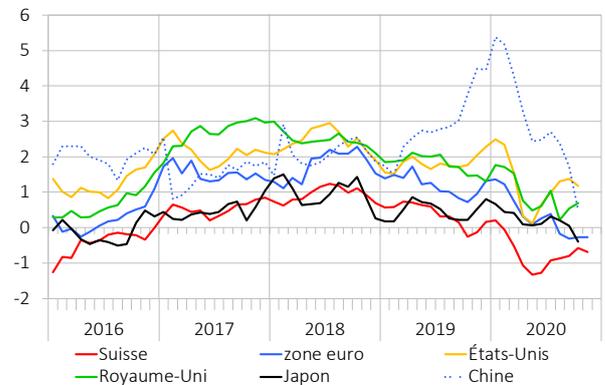
source : Energy Information Administration

Depuis l'été, l'évolution a été inégale d'un pays à l'autre (graphique 50). Aux États-Unis et en Suisse, l'inflation a de nouveau légèrement augmenté après les creux atteints en mai, en partie à cause d'une reprise de l'inflation sous-jacente. Par contre, dans d'autres régions où l'inflation et l'inflation sous-jacente avaient, au printemps, réagi moins fortement, le renchérissement a continué de décroître. Dans la zone euro, l'inflation est négative depuis le mois d'août (novembre : -0,3 %). Avec un taux de 0,2 %, l'inflation sous-jacente a atteint de loin le niveau le plus bas depuis le début de la série chronologique en 2002. Mais cette évolution est également due à la réduction de la TVA décidée début juillet en Allemagne, mesure dont la validité est limitée à décembre.

En Chine, où l'on avait jusque-là enregistré des taux d'inflation très élevés suite à la peste porcine et à la hausse des prix des denrées alimentaires, l'inflation a fortement diminué en automne. En outre, l'inflation sous-jacente a également diminué de façon significative.

graphique 50 : Inflation, comparaison internationale

variation sur un an en %



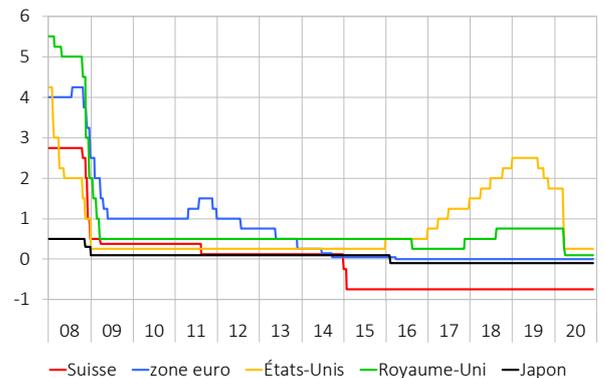
sources : OFS, Eurostat, U.S. BLS, U.K. ONS, Statistics Japan, NBS China

Politique monétaire

Les banques centrales des principaux pays industrialisés poursuivent leur politique monétaire très expansionniste. Les taux d'intérêt directeurs sont proches de zéro ou en zone négative (graphique 51). De nombreuses banques centrales se lancent en outre dans des programmes d'achat massif d'obligations et misent sur des mesures visant à stimuler les prêts afin de lutter contre les effets négatifs de la pandémie sur l'inflation et l'économie.

graphique 51 : Taux d'intérêt de référence

en %



sources : BNS, BCE, Fed, BoE, BoJ

La Réserve fédérale américaine (**Fed**) a laissé la fourchette cible de son taux d'intérêt directeur inchangée entre 0,0 % et 0,25 %. Les achats d'obligations et d'autres titres du Gouvernement américain se poursuivront au moins au niveau actuel. La politique monétaire très expansionniste devrait durablement se poursuivre : dans leurs dernières prévisions, les membres du comité de politique monétaire de la Fed (FOMC) ont signalé que le taux directeur serait maintenu, au moins jusqu'à fin

2023, dans la fourchette cible actuelle, la plus basse jamais enregistrée.

La **Banque centrale européenne** (BCE) a maintenu la ligne de sa politique monétaire sans changement à l'automne 2020, mais a signalé en décembre un ajustement de ses instruments pour contrer l'effet négatif de la pandémie sur l'inflation et l'évolution économique. La faiblesse record des taux d'intérêt, les achats massifs d'obligations et la fourniture de liquidités à bas prix resteront probablement des éléments essentiels de la politique de la BCE, même après l'ajustement des instruments de politique monétaire.

La **BNS** poursuit sans changement sa politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt directeur reste à -0,75 %, et la BNS est toujours prête à intensifier ses interventions sur le marché des changes pour contrer la pression à l'appréciation du franc suisse. L'apport de liquidités et de crédits à l'économie continue d'être encouragé par le biais de la facilité de refinancement dite BNS-Covid-19 qui permet aux banques d'obtenir des liquidités de la BNS contre le dépôt de prêts Covid-19 aux entreprises garantis par la Confédération ou les cantons.

La **Banque d'Angleterre** a intensifié la stimulation monétaire en décidant d'acheter des obligations d'État supplémentaires pour une valeur de 150 milliards de livres sterling. Le taux d'intérêt directeur reste à un niveau historiquement bas de 0,1 %. Les objectifs de taux d'intérêt à court et à long terme demeurent également inchangés au **Japon**. La Banque du Japon poursuit également son programme d'achat d'obligations et de soutien au financement des entreprises.

Marchés des actions

Durant les mois d'automne, les marchés boursiers ont confirmé leur tendance positive de l'été. La volatilité a de nouveau diminué et, au début décembre, elle était proche des niveaux atteints avant la pandémie. La perspective d'un vaccin bientôt disponible et les mesures de soutien budgétaire et monétaire en cours contribuent à rétablir une certaine confiance. Jusqu'à présent, la seconde vague de Covid-19 n'a pas eu d'effet significatif sur les marchés.

graphique 52 : Marchés des actions

moyenne janvier 2016 = 100



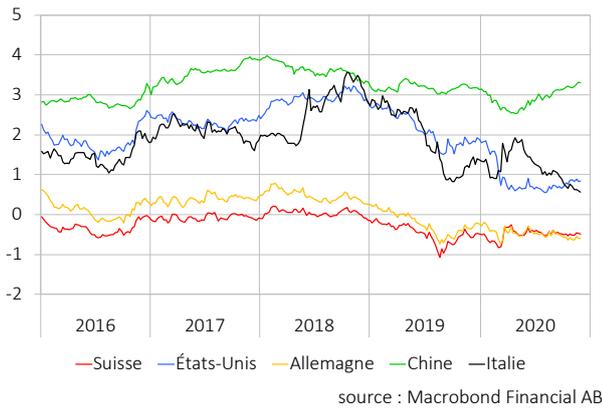
sources : SWX, Stoxx, S&P Dow Jones, CSI

L'indice américain S&P 500 a temporairement chuté en novembre du fait des incertitudes entourant l'élection présidentielle. Cependant, grâce à la perspective d'un transfert bien ordonné, les cours ont retrouvé leur niveau d'expansion vers la fin du mois de novembre. L'indice chinois CSI 300 a également enregistré une forte croissance grâce aux signaux de confiance de l'économie nationale. En revanche, l'indice européen Euro Stoxx 50 et l'indice suisse SMI poursuivent leur évolution latérale et leurs performances restent clairement en terrain négatif depuis le début de l'année (graphique 52).

Marchés des capitaux

Du fait des incertitudes économiques actuelles, la demande d'obligations sûres se maintient, si bien que, depuis le mois de mars, les rendements des obligations d'État allemandes et suisses à dix ans ont évolué latéralement à bas niveau. Les taux d'intérêt des obligations d'État américaines restent inférieurs à 1 %, bien qu'ils aient légèrement augmenté récemment en raison de la hausse des attentes en matière d'inflation. En revanche, les rendements des pays d'Europe du Sud, plus exposés aux risques, ont considérablement baissé depuis la mi-mars : le différentiel de taux d'intérêt entre les obligations d'État italiennes et les titres d'État allemands était récemment aussi bas qu'au milieu de l'année 2018 (graphique 53).

graphique 53 : Emprunts d'État à dix ans
rendement en %



Les obligations d'État chinoises ont un rendement nettement plus élevé, supérieur à 3 %. Avec un peu plus de 2 %, leur part au marché mondial est certes encore faible. Toutefois, le Gouvernement chinois poursuit rapidement l'ouverture du marché des capitaux aux opérateurs étrangers dans le cadre d'une réforme majeure du marché financier. Vu la solidité des fondamentaux macroéconomiques, les obligations chinoises font depuis peu l'objet d'une attention accrue de la part des investisseurs.

Cours de change

Durant l'automne, les marchés des changes ont connu une situation similaire à celle de l'été : le dollar américain s'est légèrement déprécié et l'euro s'est renforcé. Le franc suisse, monnaie sûre, continue d'être demandé et de subir une pression à la hausse. Ses taux de change nominaux par rapport aux deux monnaies sont restés pratiquement inchangés, hormis quelques légères fluctuations à court terme. Les plus récents cours de change du franc étaient de 0,9 par rapport au dollar US et de 1,08 par rapport à l'euro.

Tant en termes réels que sur une base pondérée des échanges commerciaux, le franc s'est quelque peu déprécié récemment, en raison principalement de l'évolution beaucoup plus forte des prix à l'étranger. En novembre, l'indice des prix à la consommation était supérieur de 12 % la moyenne à long terme. Après la forte appréciation du mois de mars, l'indice des prix à la production se négociait encore à environ 7 % au-dessus de sa moyenne historique (graphique 54).

graphique 54 : Indices de cours de change réels
pondérés par les échanges commerciaux, moyenne historique = 100

