

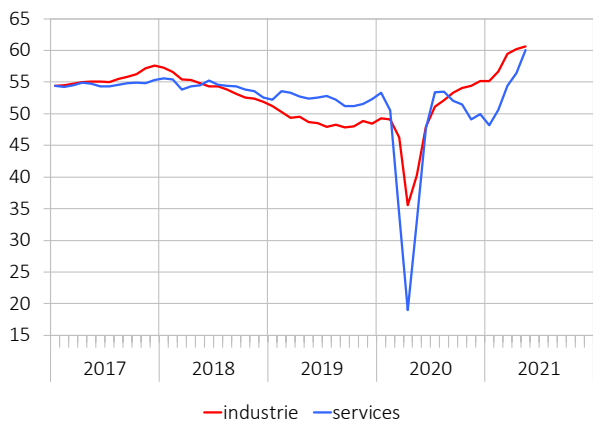
# Environnement international et monétaire

## Économie mondiale

De nouvelles vagues de contamination, avec les mesures de confinement qu'elles ont entraînées, ont considérablement ralenti le rythme d'expansion de l'économie mondiale au cours du 1<sup>er</sup> trimestre. Si la reprise s'est poursuivie aux États-Unis et en Chine, la production économique a diminué dans d'autres espaces économiques, notamment dans la zone euro. Le secteur des services a de nouveau été particulièrement touché. Quant au secteur industriel, il a connu une expansion vigoureuse, grâce notamment à la forte demande d'un certain nombre de biens de consommation liés à la pandémie. Dans certains cas, cependant, la production a été restreinte suite à des goulets d'étranglement au niveau de l'approvisionnement.

### graphique 41 : Indices des directeurs d'achat (PMI)

valeurs désaisonnalisées et pondérées par les exportations du point de vue de la Suisse, seuil de croissance = 50



Les indicateurs du climat de confiance permettent de prévoir une poursuite de la reprise, l'assouplissement des mesures de confinement touchant de plus en plus le secteur des services. Les indices des directeurs d'achat (PMI) de l'industrie et des services pondérés par les exportations n'ont jamais été aussi élevés (graphique 41).

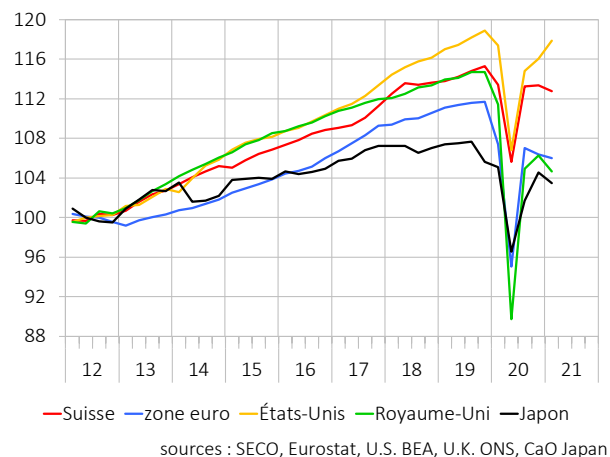
Dans l'ensemble, l'économie mondiale devrait se redresser un peu plus rapidement et fortement que prévu. Le Groupe d'experts pour les prévisions conjoncturelles revoit nettement à la hausse ses prévisions de croissance de la demande mondiale du point de vue de la Suisse en 2021. En revanche, la croissance en 2022 devrait être un peu moins dynamique du fait d'une certaine normalisation.

### Zone euro

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, le développement économique de la zone euro a subi un coup de frein. Dans de nombreux pays, les mesures visant à endiguer le coronavirus ont été durcies ou prolongées ; la valeur ajoutée des branches de services directement visées a diminué en conséquence. Contrairement à ce qui était advenu au printemps 2020, le secteur industriel n'a guère été touché et a profité de la reprise de la demande mondiale. Dans l'ensemble, le PIB a connu une baisse modérée de 0,3 % (graphique 42).<sup>17</sup>

### graphique 42 : PIB, comparaison internationale

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2012 = 100



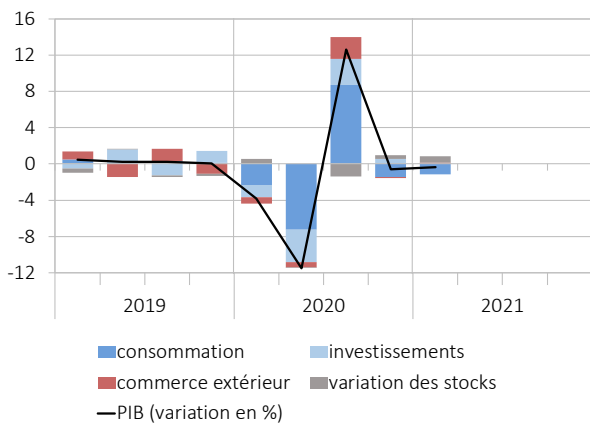
Suite au durcissement des mesures de confinement, la consommation privée a notablement contribué à la

<sup>17</sup> 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.

baisse du PIB du côté de la consommation privée (graphique 43). Quant au fond, cependant, on a pu constater la persistance d'une forte propension à consommer : lorsque les points de vente ou les commerces ont rouvert, les ventes ont explosé. Le rythme de croissance de l'investissement a ralenti au 1<sup>er</sup> trimestre. Dans l'ensemble, le commerce extérieur n'a guère stimulé la croissance. Les importations et les exportations de biens ont à nouveau augmenté à un rythme supérieur à la moyenne, tandis que le commerce des services a été faible.

#### graphique 43 : Contributions des composantes, zone euro

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

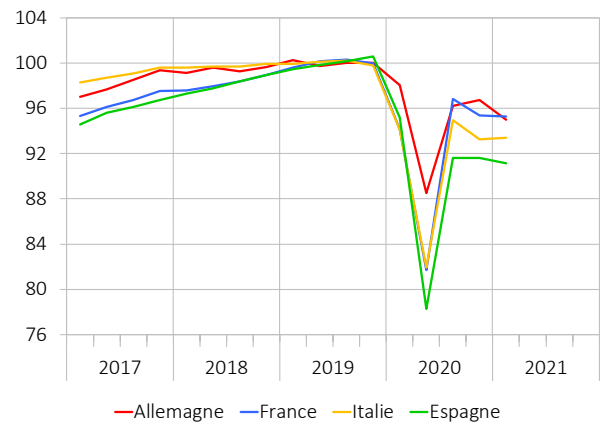


source : Eurostat

D'un pays à l'autre, le 1<sup>er</sup> trimestre présente une image contrastée qui s'explique par les différences de scénario épidémiologique et par la diversité des mesures de confinement qui ont été mises en œuvre. En Allemagne, la contraction du PIB a été particulièrement forte (-1,8 % ; graphique 44) : le secteur des services a été freiné par des mesures incessantes de lutte contre le coronavirus, notamment par les fermetures d'entreprises dans les branches à forte intensité de contact. En outre, le secteur important qu'est celui de l'industrie automobile a été freiné par des ruptures d'approvisionnement touchant certains produits intermédiaires. L'Espagne a également connu une baisse sensible de l'activité économique (-0,5 %). En revanche, le PIB de l'Italie (+0,1 %) et celui de la France (-0,1 %) sont restés pratiquement stables. Dans ces deux pays, les dépenses de consommation privée ont diminué sous l'effet des mesures de confinement, tandis que les investissements ont augmenté, stimulés par l'évolution positive de l'industrie.

#### graphique 44 : PIB, divers pays de la zone euro

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2019 = 100

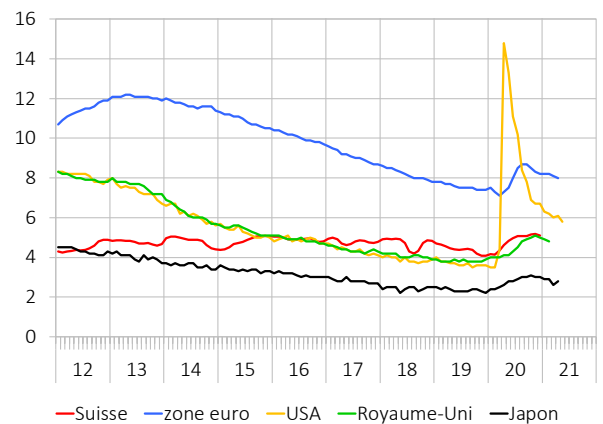


source : Eurostat

Cette année, le marché du travail a été jusqu'à présent relativement stable. Le taux de chômage a légèrement baissé (graphique 45). Comme au premier semestre de 2020, le recours à des mesures d'atténuation, telles que l'allocation de chômage partiel (« Kurzarbeitergeld ») en Allemagne, a permis de réduire l'impact de l'évolution économique défavorable sur le marché du travail.

#### graphique 45 : Chômage, divers pays

taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %



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

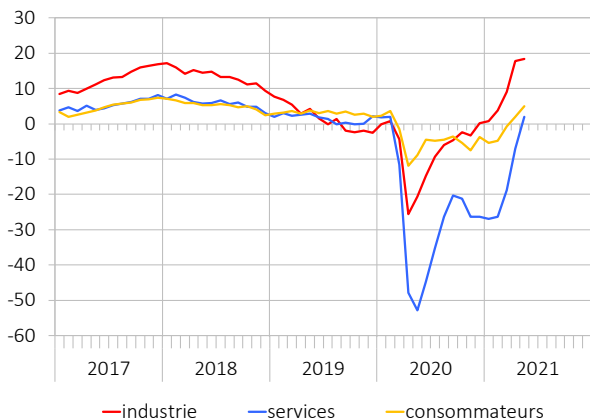
Les indicateurs disponibles laissent présager une hausse significative de l'activité économique au cours des prochains trimestres. En phase avec la vigoureuse reprise de l'industrie dans le monde, le climat de confiance dans ce secteur a atteint des sommets sans précédent (graphique 46). Les perspectives du secteur des services se sont aussi sensiblement améliorées du fait de l'assouplissement progressif des mesures de lutte contre le coronavirus.

Prévoyant une expansion de la zone euro nettement supérieure à la moyenne pour l'année en cours et l'année prochaine, le groupe d'experts révisé ses prévisions à la

hausse. D'ici à fin 2021, le PIB devrait retrouver son niveau d'avant la crise.

#### graphique 46 : 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

Le PIB des États-Unis a de nouveau fortement progressé (+1,6 % ; graphique 42) au cours du 1<sup>er</sup> trimestre de 2021. À la fin 2020, la production industrielle n'était déjà plus que de 3 % inférieure au niveau d'avant la crise et elle est restée stable durant tout le 1<sup>er</sup> trimestre. Les goulets d'étranglement dans l'approvisionnement en produits primaires ont probablement eu un effet inhibiteur. Cependant, la campagne de vaccination, qui a été rapide par rapport aux normes internationales, et l'ouverture de nombreux secteurs de l'économie ont permis une nouvelle reprise dans le domaine des services. Les chiffres du commerce de détail, notamment, ont connu une croissance extrêmement forte au cours des derniers mois, mais le secteur de la restauration a également bénéficié d'ouvertures relativement précoces. En conséquence, la consommation privée a été le principal moteur de la croissance du PIB (L'évolution positive de l'économie s'est également reflétée sur le marché du travail. Le taux de chômage a encore reculé à 5,8 % en mai, mais il reste supérieur de 2,3 points de pourcentage au niveau d'avant la crise (graphique 45). Depuis le début de l'année, 2 millions d'emplois ont été créés, ce qui signifie que le nombre des emplois en mai était encore de 7,5 millions, soit inférieur de quelques pour cent au niveau d'avant la crise. En avril et mai, les effectifs ont été augmentés ou réduits, notamment dans le secteur de l'hôtellerie et de la restauration, tandis que l'emploi dans l'industrie et la construction était faible.

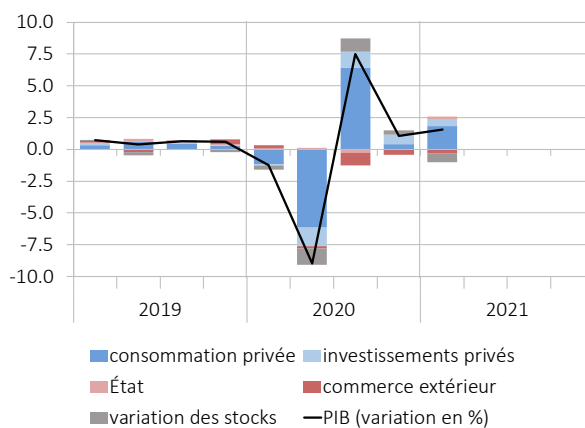
graphique 47), soutenue également par l'élargissement des indemnités de chômage et le versement supplémentaire de 1 400 dollars US aux personnes à faible et moyen revenu. Les investissements ont également augmenté au

1<sup>er</sup> trimestre. Le commerce extérieur, en revanche, a apporté une contribution négative à la croissance : les importations n'ont que légèrement progressé et les exportations ont même diminué.

L'évolution positive de l'économie s'est également reflétée sur le marché du travail. Le taux de chômage a encore reculé à 5,8 % en mai, mais il reste supérieur de 2,3 points de pourcentage au niveau d'avant la crise (graphique 45). Depuis le début de l'année, 2 millions d'emplois ont été créés, ce qui signifie que le nombre des emplois en mai était encore de 7,5 millions, soit inférieur de quelques pour cent au niveau d'avant la crise. En avril et mai, les effectifs ont été augmentés ou réduits, notamment dans le secteur de l'hôtellerie et de la restauration, tandis que l'emploi dans l'industrie et la construction était faible.

#### graphique 47 : Contributions des composantes, USA

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



source : U.S. BEA

Dans l'ensemble, la croissance de l'emploi au cours des derniers mois a été plus faible que ce que les économistes avaient prévu.

D'une part, on peut supposer que certains obstacles persistent encore sur le développement de l'emploi : bien que de nouveaux emplois soient constamment mis au concours dans presque tous les secteurs, le nombre des postes vacants continue d'augmenter. Les préoccupations en matière de santé ainsi que la fermeture des écoles et des structures d'accueil des enfants entravent le retour sur le marché du travail. D'autre part, ces dernières semaines, des signes de plus en plus nombreux indiquent que le soutien généreux de l'État crée des incitations négatives à chercher un emploi. Raison pour laquelle 25 États américains ont déjà annoncé leur intention de supprimer progressivement, dès juin ou juillet, l'allocation de chômage supplémentaire de 300 dollars

US par semaine. La fin des subventions fédérales est officiellement prévue pour septembre 2021.

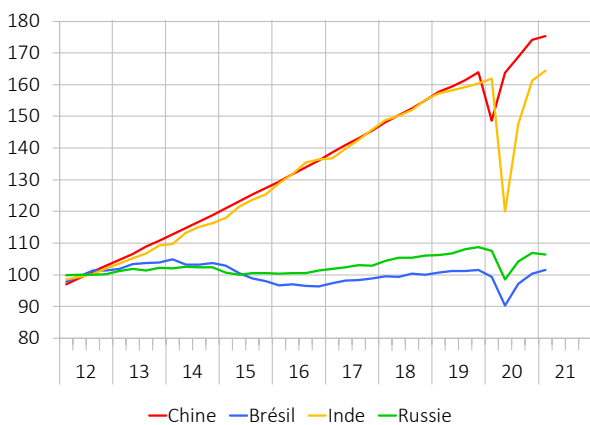
Les perspectives de l'économie américaine sont favorables. Les indices PMI sont à des niveaux record et laissent présager une poursuite de la phase de forte croissance dans les mois à venir. Le groupe d'experts s'attend à ce que l'économie américaine retrouve son niveau d'avant la crise dès le 2<sup>e</sup> trimestre, ce qui place les États-Unis parmi les leaders de la reprise économique après la pandémie. En 2022, la reprise devrait se poursuivre à un rythme plus modéré.

## Chine

L'économie chinoise a connu une croissance modérée de 0,6 % au 1<sup>er</sup> trimestre. La reprise s'est donc poursuivie avec un dynamisme visiblement plus faible (graphique 48).

**graphique 48 : PIB, pays du groupe Bric**

valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2012 = 100



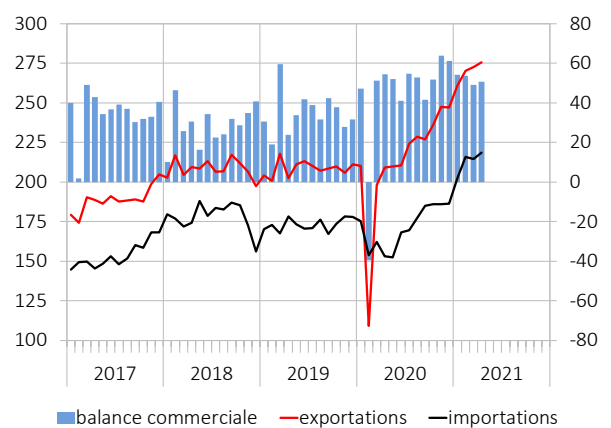
sources : NBS Chine, IBGE, Rosstat & MoS&PI (désaisonnalisation : SECO)

La croissance au cours des trois premiers mois de l'année a été, une fois de plus, tirée par l'industrie. Bien que la reprise économique dans les autres grandes économies ait marqué le pas en raison de la pandémie, la demande de produits chinois est restée forte, notamment en ce qui concerne les équipements de protection individuelle tels que les masques et les appareils électroniques. Les exportations chinoises ont augmenté en conséquence. Malgré une augmentation similaire des importations, la balance commerciale continue d'afficher un excédent mensuel d'environ 50 milliards de dollars US (graphique 49). Le secteur industriel devrait également enregistrer un résultat positif au 2<sup>e</sup> trimestre en cours : en avril, tant la production industrielle que les exportations ont poursuivi leur croissance des mois précédents. Du point de vue du carnet de commandes, la situation en mai est favorable et le climat de confiance des entreprises est également positif malgré la hausse des prix des matières premières et des coûts de transport.

L'économie intérieure chinoise demeure à la traîne du développement industriel. Fin janvier, à l'approche du Nouvel An chinois, les restrictions de mobilité ont été renforcées et les épidémies locales de coronavirus ont également entraîné des mesures temporaires de confinement dans plusieurs villes et provinces. L'effondrement de la production et de la consommation qui en résulte, ainsi que la hausse des chiffres du chômage, nuisent au développement économique. Cela se reflète également dans le climat de consommation : bien qu'il soit toujours supérieur à la moyenne à long terme, il est tombé en avril à son plus bas niveau depuis octobre 2020.

**graphique 49 : Exportations de marchandises, Chine**

valeurs désaisonnalisées, en milliards de dollars US



source : China Customs Statistics Information Center

Sans changement par rapport à ses prévisions antérieures, le groupe d'experts prévoit pour la Chine une forte croissance annuelle en 2021, qui devrait ralentir quelque peu en 2022.

## Autres pays

Le PIB du **Royaume-Uni** a régressé de 1,5 % au 1<sup>er</sup> trimestre 2021 (graphique 42). Ce chiffre est inférieur de près de 9 % au niveau d'avant la crise ; dans d'autres grandes économies, la différence est nettement moindre. Face à la rapide augmentation du nombre des cas de Covid-19, un confinement strict a de nouveau été imposé début janvier. La plupart des restrictions sont restées en vigueur tout au long du 1<sup>er</sup> trimestre. Le déclin de l'activité économique dans le secteur des services a été largement imputable au secteur de la formation, au commerce de détail et à l'hôtellerie-restauration, ce qui s'est traduit par une baisse de la consommation privée. Cependant, le secteur industriel a lui aussi connu une régression, principalement due au secteur des transports, tandis que le secteur pharmaceutique a tenu bon. En raison du Brexit, l'industrie a également souffert de retards dans les échanges commerciaux internationaux, ce qui s'est traduit par une baisse des chiffres du commerce extérieur. Un mouvement inverse à la constitution de

stocks qui avait eu lieu au cours du dernier trimestre en prévision du Brexit est susceptible d'avoir encore contribué à freiner la production industrielle. De plus, parallèlement à la baisse de la valeur ajoutée, les investissements des entreprises ont aussi notablement diminué.

Au cours du 2<sup>e</sup> trimestre, selon le plan du gouvernement, la plupart des restrictions liées à la pandémie devraient être levées, et la campagne de vaccination est déjà bien avancée. Les signes indiquent également une reprise au Royaume-Uni et les indices PMI de l'industrie manufacturière et des services atteignent des niveaux record. En outre, des signes d'un renversement de tendance positif sur le marché du travail ont été observés ces derniers mois. Le Groupe d'experts de la Confédération s'attend à une forte reprise dans le courant de l'année 2021, qui devrait se poursuivre à un rythme légèrement plus faible l'année prochaine.

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2021, l'économie du **Japon** s'est contractée de 1,3 %. La valeur ajoutée est ainsi retombée à un niveau inférieur de plus de 2 % à celui d'avant la crise. Depuis la fin du mois de janvier, Tokyo et huit autres préfectures sont soumises à l'état d'urgence, ce qui a eu un impact négatif sur la demande des consommateurs en raison de la fermeture des grands magasins et, dans certains cas, des cinémas. Les dépenses d'investissement ont également été modérées au début de l'année. Le commerce extérieur, quant à lui, a donné une impulsion positive, soutenue par la hausse de la demande mondiale. Cette évolution hétérogène s'est poursuivie en avril. Le climat est donc mitigé : si les consommateurs

sont pessimistes quant à l'avenir, les entreprises portent de nouveau un jugement beaucoup plus positif sur la marche des affaires. En raison de la faiblesse de l'économie nationale, le groupe d'experts révisé à la baisse ses prévisions de croissance du PIB du Japon en 2021. Toutefois, la reprise devrait s'accélérer au second semestre, ce qui explique que les perspectives pour 2022 soient un peu meilleures.

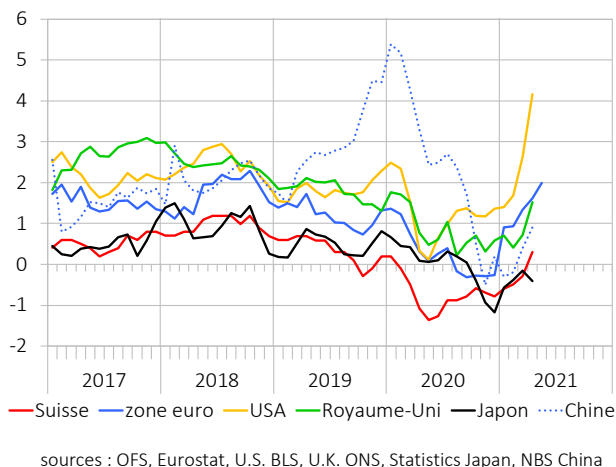
L'économie de l'**Inde** a progressé de 2,1 % au 1<sup>er</sup> trimestre (graphique 48). Tant la consommation que l'investissement ont repris. En avril, cependant, le pays a été frappé par une vague massive d'infections. De rigoureuses mesures de confinement ont alors été imposées dans plusieurs États fédéraux. De ce fait, le taux de chômage a de nouveau dépassé les 10 % en mai et le climat de consommation reste maussade. Le groupe d'experts prévoit pour l'ensemble de l'année 2021 une croissance nettement plus faible que celle retenue dans les prévisions antérieures, mais une croissance plus forte pour 2022. Alors qu'en **Russie**, le PIB a légèrement baissé (-0,4 %) au 1<sup>er</sup> trimestre en raison de la modération des dépenses de consommation et reste ainsi inférieur au niveau d'avant la crise, le PIB du **Brésil** a retrouvé son niveau d'avant la pandémie avec une croissance de 1,2 % soutenue par un développement industriel dynamique. Quant aux pays du **groupe Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts révisé légèrement à la baisse ses prévisions pour 2021, notamment en raison de l'évolution en Inde, et légèrement à la hausse pour 2022.

## Cadre monétaire

### Prix en comparaison internationale

Au cours des trois derniers mois, l'inflation a augmenté dans de nombreux pays, parfois de manière significative (graphique 50). Ceci est principalement dû à l'effet de base très positif du prix du pétrole qui, après s'être effondré au printemps dernier, est récemment reparti à la hausse du fait de la rapidité de la reprise économique. En avril 2021, le prix du baril de pétrole brut a été le triple de celui du même mois de l'année précédente. Cependant, les prix des autres matières premières, qui ne sont pas directement inclus dans les prix à la consommation mais qui complètent le tableau de la pression sur les prix, ont également augmenté de manière considérable. Les prix des produits agricoles et des métaux industriels ont ainsi continué d'augmenter sensiblement et se situent désormais à près de 50 % au-dessus des niveaux d'avant la crise (graphique 51). L'inflation sous-jacente, en revanche, est restée faible en de nombreux endroits.

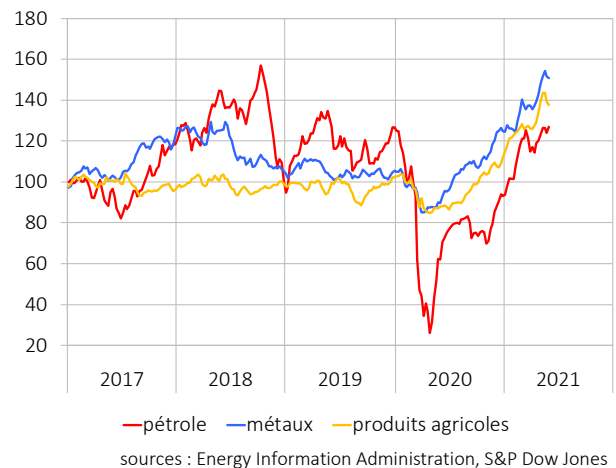
**graphique 50 : Inflation, comparaison internationale**  
variation sur un an en %



Aux **États-Unis**, en raison du faible niveau de taxation, les fluctuations du prix du pétrole tendent à avoir, sur les prix à la consommation, un impact plus important que, par exemple, en Europe. En conséquence, l'inflation, qui avait toujours été bien inférieure à 2 % depuis le début de la crise, a fortement augmenté au printemps et a bondi à 4,2 % en avril. En outre, l'inflation sous-jacente a, elle aussi, sensiblement augmenté et atteint 3,0 %. Les prix des voitures d'occasion, notamment, ont enregistré une forte hausse, mais les prix des services de transport et des repas hors foyer ont également continué d'augmenter. Comme il s'agit aussi en partie d'un effet de base positif (prix bas à la même période de l'année précédente), les taux d'inflation ne devraient rester élevés que temporairement.

L'inflation a également augmenté au printemps dans la **zone euro**, au **Royaume-Uni**, en **Chine** et en **Suisse**, pays dans lesquels elle était récemment de l'ordre de 0 à 2 % (graphique 50). La hausse a été nettement plus faible dans ces pays qu'aux États-Unis, d'autant plus que les prix du pétrole – comme on l'a déjà mentionné – ont moins d'impact sur les prix à la consommation. Toutefois, jusqu'à présent, l'inflation sous-jacente est également restée faible (Royaume-Uni et Suisse), voire en baisse (zone euro). Dans cette dernière, l'inflation avait atteint 1,4 % en janvier en raison du report des soldes d'hiver à cause de la pandémie, soit le plus haut niveau depuis octobre 2015 ; en mai, elle était retombée à 0,9 %.

**graphique 51 : Prix des matières premières**  
en dollars US, moyenne de janvier 2017 = 100



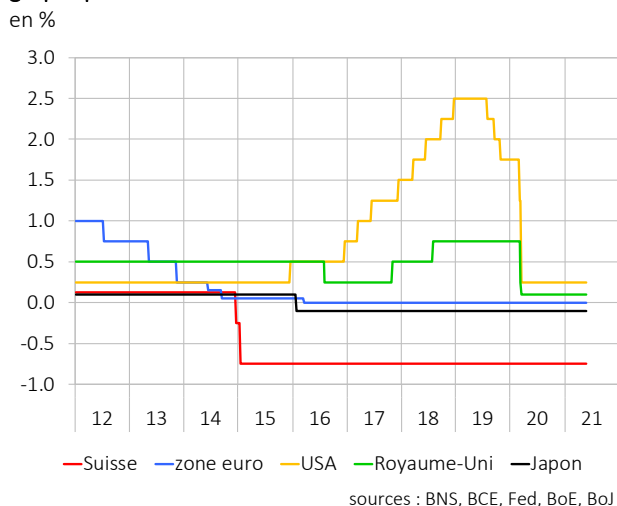
### Politique monétaire

Les banques centrales des principaux pays industrialisés ont poursuivi leur politique monétaire exceptionnellement expansionniste. Les taux d'intérêt directeurs restent proches de zéro ou en terrain négatif (graphique 52). En outre, de nombreuses banques centrales s'engagent dans des programmes d'achat massif d'obligations et prennent des mesures visant à stimuler les prêts afin de lutter contre les effets de la pandémie sur l'inflation et l'économie.

Bien que l'inflation se soit récemment révélée bien supérieure à l'objectif fixé par la **Fed** (Réserve fédérale américaine), celle-ci a laissé inchangée la fourchette de son taux d'intérêt directeur entre 0,0 % et 0,25 %. Les achats d'obligations d'au moins 120 milliards de dollars US par mois se poursuivront jusqu'à ce que soient réalisés de nouveaux progrès substantiels vers le plein emploi et l'objectif d'une inflation de 2 % en moyenne. À l'heure actuelle, le marché du travail est toujours considéré

comme nettement sous-exploité. Toutefois, la Fed a modifié sa communication par rapport à mars : à un certain stade de la reprise économique, elle pourrait envisager une réduction progressive – ou dégression (« tapering ») – des achats d’obligations.

**graphique 52 : Taux d’intérêt de référence**



La **Banque centrale européenne (BCE)** a confirmé sa politique exceptionnellement expansionniste en juin 2021. Elle a laissé le taux d’intérêt directeur inchangé à 0 %. Le programme d’achat d’urgence en cas de pandémie (PEPP), d’un volume total de 1 850 milliards d’euros, sera poursuivi jusqu’à la fin de la crise du coronavirus, et au moins jusqu’à la fin mars 2022. En outre, la banque centrale européenne continue de fournir des liquidités abondantes aux marchés.

La **BNS** a confirmé l’orientation expansionniste de sa politique monétaire. Maintenant le taux directeur à -0,75 %, la BNS est toujours disposée à intensifier ses interventions sur le marché des changes pour contrer la pression à l’appréciation du franc suisse. L’approvisionnement de l’économie en liquidités et en crédits continue d’être encouragé par le biais de la facilité de refinancement BNS-Covid-19 qui permet aux banques d’obtenir des liquidités auprès de la BNS contre le dépôt de crédits-relais garantis par la Confédération ou les cantons.

Laissant son taux directeur inchangé à 0,1 %, la **Banque d’Angleterre** ralentit quelque peu le rythme de ses achats d’obligations. Entre mai et août, le programme d’achat d’obligations sera réduit de 4,4 milliards par semaine à 3,4 milliards de livres sterling. Au **Japon**, les objectifs en matière de taux d’intérêt à court et à long terme ainsi que le programme d’achat d’obligations restent inchangés.

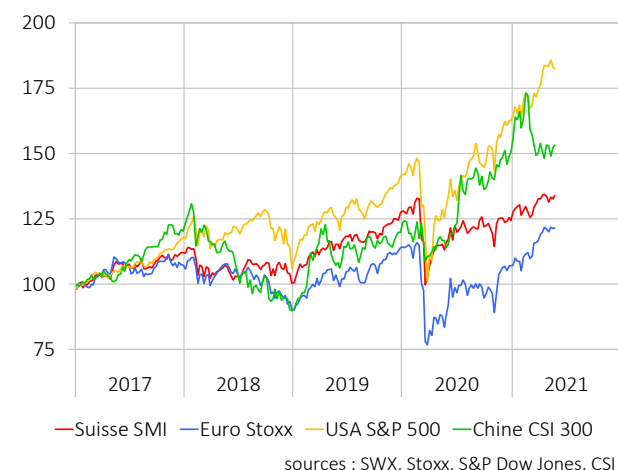
## Marchés des actions

L’évolution des marchés financiers au printemps a été marquée par la confiance dans la reprise économique. La demande de titres à risque a de nouveau augmenté. En même temps, cependant, la volatilité s’est accrue, du moins temporairement, en raison des inquiétudes croissantes concernant l’inflation.

L’indice américain S&P 500 a atteint un nouveau sommet historique en mai, avec une augmentation de 11 % depuis le début de l’année. En hausse de 13 %, l’Euro Stoxx 50 européen a même fait encore mieux depuis le début de l’année. En Chine, en revanche, une correction a eu lieu : les craintes d’un durcissement de la politique monétaire suite à la montée des anticipations d’inflation ont fait chuter l’indice chinois CSI 300 d’environ 15 % (graphique 53).

**graphique 53 : Marchés des actions**

moyenne de janvier 2017 = 100

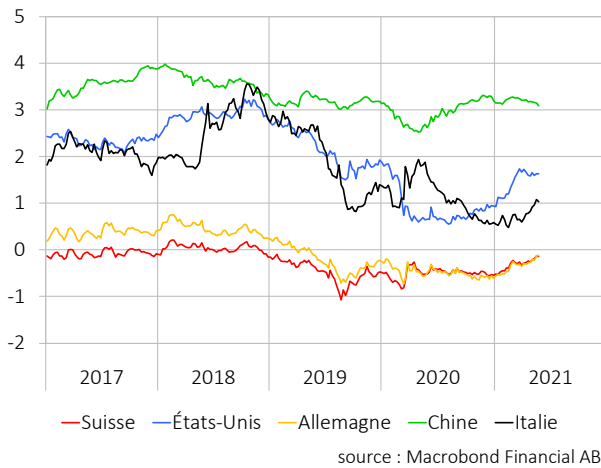


## Marchés des capitaux

La situation sur les marchés des capitaux a peu changé au printemps par rapport aux mois d’hiver. Depuis la hausse rapide de mars, le rendement des obligations d’État américaines s’est stabilisé aux environs de 1,6 %. Quant au rendement des obligations de la Suisse et de l’Allemagne, il a continué d’augmenter quelque peu, mais se situe toujours légèrement en terrain négatif (graphique 54). Quant aux primes de rendement sur les obligations d’État et d’entreprise à risque, elles sont restées relativement stables, à des niveaux historiquement bas.



**graphique 54 : Rendement des emprunts d'État à dix ans en %**



### Cours de change

Sur les marchés des devises, la pression sur les monnaies sûres s'est relâchée au printemps à la faveur de perspectives économiques plus encourageantes. Les valeurs extérieures nominales du franc suisse et du dollar américain ont sensiblement diminué. Ces dernières semaines, le cours de change du franc suisse a été de 1,10 franc pour un euro. Par rapport au dollar US, il s'est apprécié – après une dépréciation intermédiaire – et a été coté tout récemment à 0,9 franc suisse pour un dollar.

En termes réels et pondérés par les échanges, le franc s'est également déprécié de manière significative ces derniers temps, ce qui reflète une évolution plus forte des prix à l'étranger. En mai, l'indice des prix à la consommation se situait encore à 8 % au-dessus de la moyenne à long terme. Quant à l'indice des prix à la production, il est déjà passé en avril légèrement en dessous de la moyenne à long terme (graphique 55).

**graphique 55 : Indices de cours de change réels pondérés par les échanges, moyenne historique = 100**

