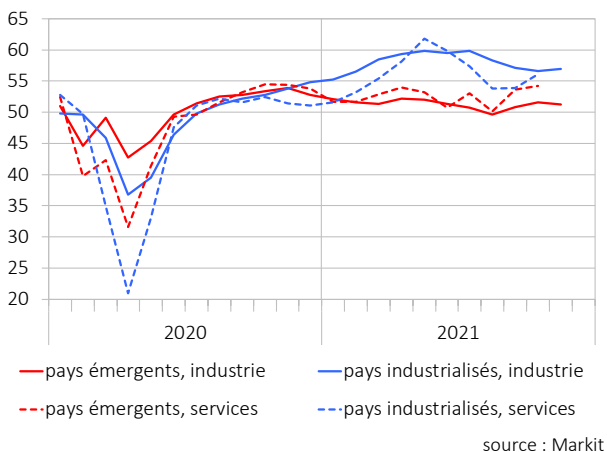


Environnement international et monétaire

Économie mondiale

L'essor de l'économie mondiale a globalement perdu de son dynamisme au 3^e trimestre. Les pénuries de biens intermédiaires, l'allongement des délais de livraison et l'augmentation massive des coûts de transport ont freiné le secteur industriel au niveau international. Bien que les carnets de commandes soient pleins, la production industrielle a baissé dans plusieurs pays. Répercutées dans une certaine mesure sur le consommateur final et combinées à la forte augmentation des prix de l'énergie, les hausses de coûts ont entraîné un accroissement important de l'inflation, ce qui a réduit le pouvoir d'achat des ménages. En Chine, les mesures prises pour endiguer le coronavirus ont ralenti la progression du secteur des services et aggravé le manque global de capacités de transport maritime. Bien qu'ils laissent présager une poursuite de l'expansion de l'économie mondiale, les indicateurs actuels suggèrent un ralentissement de la dynamique (graphique 44).

graphique 44 : Indices des directeurs d'achat
valeurs désaisonnalisées, seuil de croissance = 50, services : indice d'activité commerciale



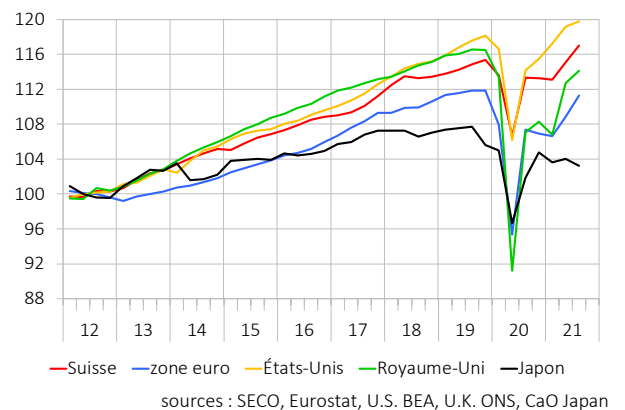
Le Groupe d'experts de la Confédération s'attend à ce que les facteurs de ralentissement mentionnés ne s'atténuent nettement qu'au cours de l'année 2022 et révisé à

la baisse ses prévisions à court terme concernant la croissance de la demande mondiale. En 2023, on peut escompter une normalisation de la conjoncture.

Zone euro

Dans la **zone euro**, la reprise s'est légèrement accélérée au 3^e trimestre pour atteindre 2,2 % (graphique 45)¹². Le secteur des services, qui a bénéficié de nouvelles mesures d'assouplissement intermédiaires ou de difficultés de des restrictions, a notamment contribué à la forte croissance. Dans l'industrie manufacturière, en revanche, la dynamique s'est nettement affaiblie en raison du manque de produits livraison. Du côté des dépenses, la reprise du 3^e trimestre a été largement soutenue par la consommation privée, de nombreux ménages ayant profité des possibilités à nouveau disponibles, par exemple dans l'hôtellerie et les voyages. L'activité d'investissement a par contre souffert des perturbations des chaînes d'approvisionnement internationales et d'une pénurie croissante de main-d'œuvre qualifiée.

graphique 45 : PIB, comparaison internationale
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2012 = 100

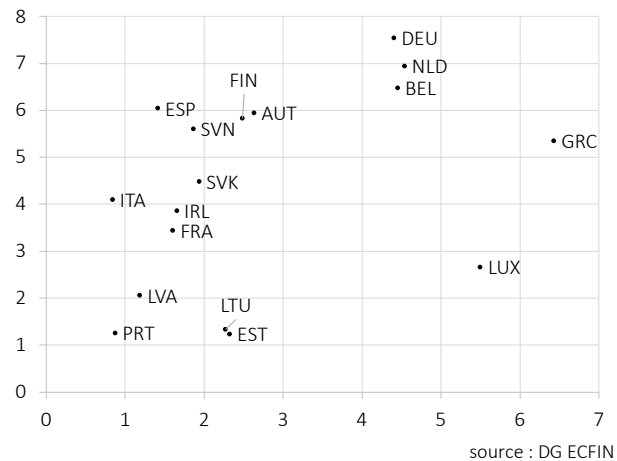


À considérer la situation pays par pays, le tableau est mitigé. L'**Allemagne** a de nouveau progressé plus lentement (+1,7 %) que l'ensemble de la zone euro, car l'importante

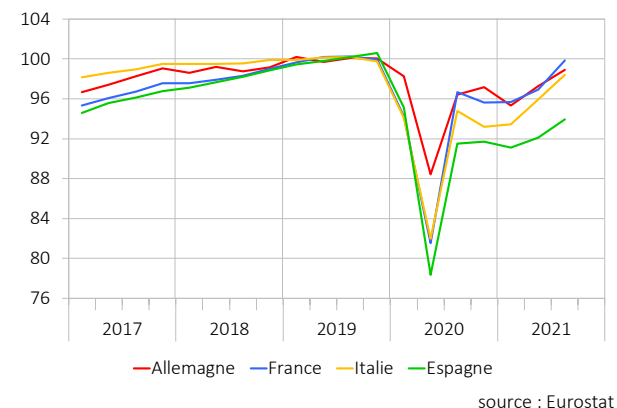
¹² Sauf indication contraire, les commentaires ci-après se réfèrent, pour tous les pays, aux séries réelles et désaisonnalisées en comparaison avec le trimestre précédent ainsi qu'aux valeurs désaisonnalisées du marché du travail.

industrie automobile et mécanique, donc l'industrie allemande dans son ensemble, a été durement touchées par les difficultés globales d'approvisionnement et la pénurie de main-d'œuvre qualifiée (graphique 46). **L'Italie** a été moins affectée, sa croissance de 2,6 % étant à nouveau supérieure à celle de la zone euro dans son ensemble. En **Espagne**, la croissance du PIB s'est certes accélérée par rapport au trimestre précédent, mais elle est restée inférieure à la moyenne (2,0 %) par rapport aux pays voisins. Bien que les mesures de confinement y aient été assouplies, le taux de chômage élevé et les fortes hausses des prix de l'énergie ont freiné la consommation privée. En **France**, la croissance s'est accélérée, portée par la consommation privée, pour atteindre 3,0 %. La France a ainsi retrouvé, avant l'Allemagne, le niveau du PIB d'avant la crise (graphique 47).

graphique 46 : Entraves à la production au 4^e trimestre
axe X : pénurie de personnel, axe Y : pénurie d'intrants et manque de capacités, valeurs standardisées, désaisonnalisées, en %, Code ISO des pays



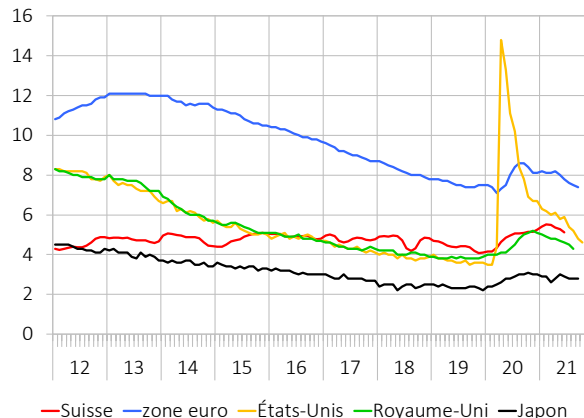
graphique 47 : PIB, divers pays de la zone euro
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2019 = 100



Ces derniers mois, le marché du travail de la zone euro a évolué au diapason de l'activité économique. Poursuivant sa baisse, le taux de chômage a retrouvé son niveau de février 2020, soit 7,4 % (graphique 48). Les baisses les

plus récentes ont été particulièrement importantes en Espagne et en Grèce. Si les mesures d'atténuation, telles que l'allocation de chômage partiel en Allemagne, jouent toujours un rôle, la proportion de travailleurs bénéficiant de telles mesures a continué de diminuer au cours des derniers mois.

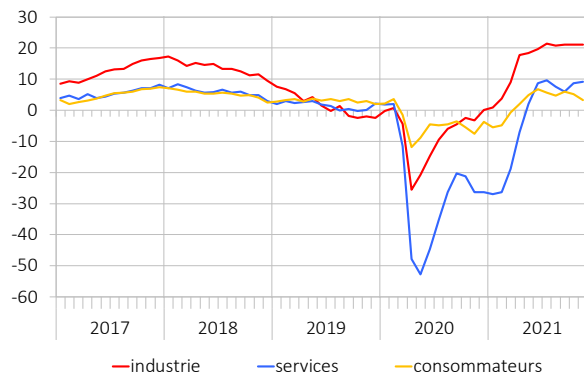
graphique 48 : Chômage, comparaison internationale
taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %



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

La reprise devrait se poursuivre de manière nettement ralentie au cours du semestre d'hiver. En novembre, la forte hausse de l'inflation a affecté le climat de consommation et devrait freiner les dépenses des ménages privés (graphique 49). À cela s'ajoute la persistance de difficultés d'approvisionnement qui ralentissent la reprise dans l'industrie. Depuis plusieurs mois, la sous-composante correspondante de l'indicateur du climat économique ne fait que stagner, bien qu'à un niveau très élevé. En outre, plusieurs pays de la zone euro ont durci ou prévoient de renforcer les mesures de confinement, ce qui pèsera à nouveau sur le secteur des services.

graphique 49 : 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

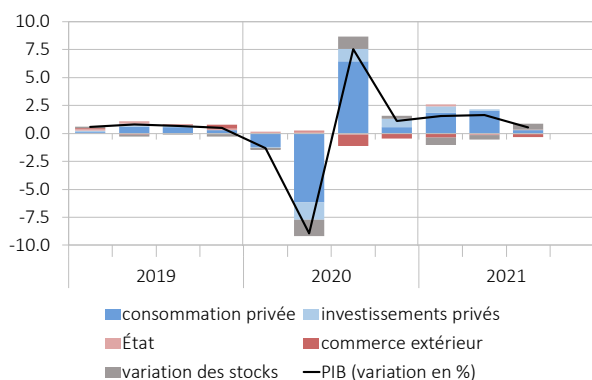
Le groupe d'experts s'attend à ce que la reprise dans la zone euro reparte au cours de l'année 2022 au fur et à mesure que les goulets d'étranglement s'atténueront et que la situation épidémiologique se détendra. En 2023, le cours de la conjoncture devrait se normaliser. Le niveau du PIB d'avant la crise devrait être retrouvé dès le printemps 2022.

États-Unis

La dynamique conjoncturelle aux États-Unis s'est ralentie au 3^e trimestre et le PIB a progressé de 0,5 % après les fortes hausses des trimestres précédents (graphique 50). La suppression des mesures de soutien fiscal, les problèmes des chaînes d'approvisionnement internationales ainsi que la forte hausse des prix à la consommation ont sans doute joué un rôle. En particulier, la consommation de biens durables tels que les appareils ménagers et les voitures s'est effondrée de 7,4 %. En revanche, les services impliquant de nombreux contacts, comme les offres gastronomiques ou les concerts, ont été nettement plus demandés. L'activité d'investissement a aussi été affectée par des difficultés d'approvisionnement : la construction et les investissements en biens d'équipement ont diminué. Seuls les investissements en propriété intellectuelle et une très forte augmentation des stocks ont contribué positivement à la croissance du PIB. Quant à l'impulsion donnée par le commerce extérieur, elle a été globalement négative.

graphique 50 : Contributions des composantes, États-Unis

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



La situation sur le marché du travail a toutefois continué de s'améliorer. En octobre, le taux de chômage était tombé à 4,6 % et l'emploi avait nettement progressé. En avril 2020, environ 15 % de tous les emplois avaient été supprimés ; depuis lors, l'emploi n'est plus que de 2,8 % en dessous de son niveau d'avant la crise. L'emploi a connu une forte croissance ces derniers mois, notamment dans le secteur de la restauration ; mais dans de nombreux secteurs, il reste difficile de trouver la main-

d'œuvre adéquate. La demande dépasse clairement l'offre : en août, on comptait plus de 10 millions d'emplois vacants pour seulement 8,3 millions de demandeurs d'emploi. Le taux de participation plafonne à 61,6 %, alors qu'il était encore de 63,3 % avant la crise. Certes, les indemnités de chômage majorées, qui ont probablement fait l'effet d'incitations négatives, ont pris fin en septembre. Néanmoins, les soucis de santé d'une partie de la population, l'absence de structures d'accueil pour les enfants et les fermetures d'écoles ont de quoi dissuader certaines personnes de rejoindre le marché du travail. Une autre raison de la pénurie de personnel pourrait être la réorientation professionnelle de certains travailleurs, qui hésitent dès lors à reprendre leur ancien poste.

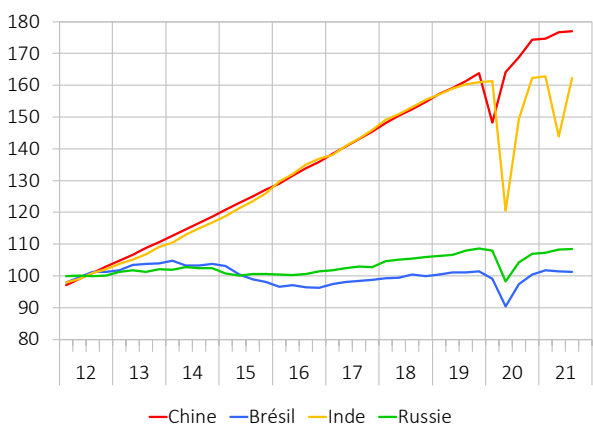
La croissance économique devrait reprendre un peu de vigueur au cours des prochains trimestres : les ventes au détail ont atteint un nouveau sommet en octobre et, récemment, le climat de confiance s'est clairement amélioré, en particulier dans le secteur des services. Des impulsions fiscales sont attendues de la loi sur les infrastructures récemment adoptée. En revanche, les difficultés d'approvisionnement et la perte de pouvoir d'achat due à l'inflation devraient avoir temporairement un effet ralentisseur. Dans l'ensemble, le groupe d'experts s'attend pour 2022 à une forte expansion, qui devrait se normaliser en 2023.

Chine

La croissance du PIB en Chine a nettement ralenti à 0,2 % au 3^e trimestre (graphique 51). La reprise est freinée par les pénuries d'énergie et par les problèmes du secteur immobilier, auxquels viennent s'ajouter les perturbations du trafic maritime. La production industrielle n'a augmenté que de 3,1 % en septembre par rapport à l'année précédente, soit le taux le plus bas depuis mars 2020 où la production avait été interrompue en raison de la pandémie. Les activités liées à l'immobilier – y compris la production de ciment et d'acier – ont enregistré de fortes baisses. De plus, l'économie intérieure chinoise a été quelque peu freinée par des mesures de confinement imposées dans plusieurs villes en juillet et août. Le commerce extérieur a continué de fournir des contributions positives : la forte demande de machines, de biens électroniques, mais aussi d'appareils ménagers et de mobilier, a stimulé la croissance des exportations. La balance commerciale présente ainsi un important excédent d'environ 70 milliards de dollars US par mois (graphique 52).

graphique 51 : PIB, pays du groupe Bric

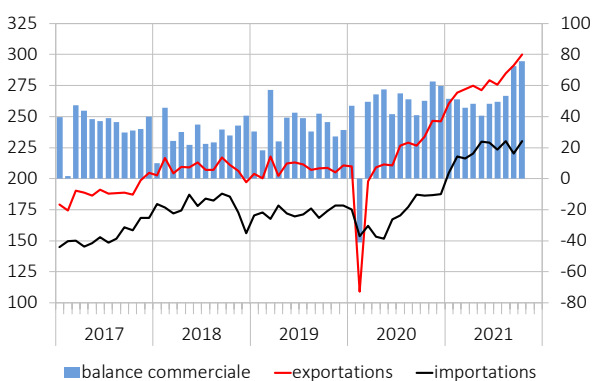
valeurs réelles, désaisonnalisées, moyenne de 2012 = 100

sources : NBS Chine, IBGE, Rosstat, OCDE
(désaisonn. pour la Russie : SECO)

Au 4^e trimestre se dessine une évolution mitigée. En octobre, la production industrielle a augmenté, mais de nouveaux cas de contamination par le Covid-19 ont entraîné des mesures de confinement locales, ce qui a freiné la dynamique des ventes au détail. L'indice des directeurs d'achat du secteur des services s'est également quelque peu affaibli. En outre, les prix des logements ont chuté en octobre. Suite à une réglementation gouvernementale plus stricte et à la nervosité des investisseurs face à la crise de l'Evergrande, le secteur immobilier est sous pression. Sur la période prévisionnelle, il devrait fournir moins d'impulsions que les années précédentes. Dans l'ensemble, le Groupe d'experts de la Confédération révisé légèrement à la baisse ses prévisions pour 2021 et 2022. En 2023, la croissance devrait se stabiliser.

graphique 52 : Commerce de marchandises, Chine

valeurs désaisonnalisées, en milliards de dollars US



source : China Customs Statistics Information Center

Autres pays

La reprise s'est également ralentie au **Royaume-Uni** après une forte croissance au trimestre précédent. Le PIB a augmenté de 1,3 %, ce qui est encore 2,1 % en dessous du niveau d'avant la crise. Une pénurie marquée de

main-d'œuvre qualifiée consécutive au Brexit, notamment dans le secteur de la logistique, a affecté à la fois la consommation de biens et l'investissement. En revanche, le secteur des services a fortement progressé après la levée des dernières mesures de confinement en juillet. La dynamique conjoncturelle devrait quelque peu s'affaiblir au cours des prochains trimestres : les indices des directeurs d'achat se sont certes stabilisés à un niveau élevé en novembre, mais les difficultés d'approvisionnement et l'impact croissant de la hausse des prix sur le pouvoir d'achat pèsent sur la reprise, du moins à court terme. Le groupe d'experts prévoit une nouvelle accélération de la croissance pour l'été 2022, où le PIB devrait retrouver son niveau d'avant la crise.

Des difficultés d'approvisionnement ont également affecté l'industrie **japonaise**, notamment l'importante industrie automobile. De plus, le ralentissement en Chine et les mesures de confinement imposées dans plusieurs préfectures ont pesé sur la reprise : le PIB s'est contracté de 0,8 %, alors qu'il avait encore légèrement progressé au trimestre précédent. L'économie japonaise devrait connaître une expansion plus forte au cours des prochains trimestres. Après la fin de l'état d'urgence en octobre, le climat de consommation et l'indice des directeurs d'achat ont tous deux atteint leur plus haut niveau depuis 2019. En outre, un train important de mesures fiscales a été adopté. En conséquence, le groupe d'experts révisé légèrement à la hausse ses prévisions de croissance pour l'année prochaine.

L'économie de **l'Inde** s'est redressée au 3^e trimestre après les mesures de lutte contre la pandémie mises en œuvre au trimestre précédent (graphique 51). La levée de ces mesures a entraîné une forte hausse de la consommation privée et des investissements. Les indicateurs disponibles laissent entrevoir une poursuite de la reprise. Vu la forte chute antécédente, le groupe d'experts s'attend à une croissance légèrement plus faible cette année, puis à une reprise un peu plus forte que prévu l'année prochaine. En **Russie** la croissance a quelque peu ralenti au 3^e trimestre, mais l'économie a bénéficié d'une nouvelle hausse des prix de l'énergie. Vu le nombre élevé des nouvelles infections et le faible taux de vaccination, le gouvernement a décrété début novembre une semaine de congé obligatoire dans tout le pays et a mis Moscou en état de confinement, ce qui devrait peser sur la croissance durant le trimestre en cours. Au **Brésil**, la situation épidémiologique s'est certes apaisée, mais l'insécurité accrue, les taux d'inflation élevés et la sécheresse pèsent sur l'économie : le PIB a de nouveau légèrement reculé au 3^e trimestre. Pour les **pays du Bric** (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts révisé légèrement à la baisse ses prévisions concernant 2021 et 2022.

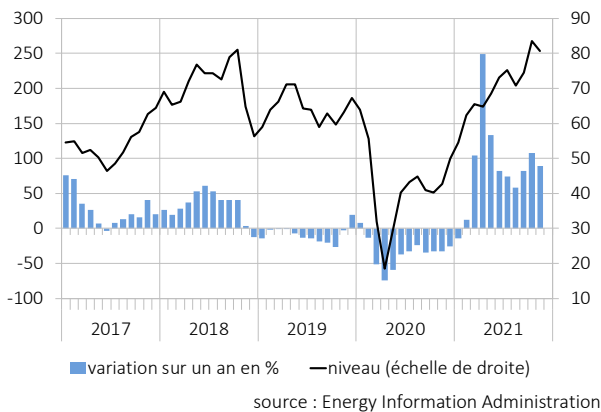
Cadre monétaire

Prix en comparaison internationale

L'inflation au niveau international a continué de progresser en automne, dépassant parfois nettement les valeurs cibles des banques centrales. Le niveau élevé des taux d'inflation tient, pour une part importante, aux prix de l'énergie¹³. En automne, le prix du baril de pétrole brut a presque doublé par rapport à la même période de l'année précédente (graphique 53). Cet effet de base devrait s'atténuer sensiblement au cours des prochains mois et freiner l'inflation, surtout si la récente correction à la baisse des prix du pétrole devait s'avérer durable.

graphique 53 : Prix du pétrole

en dollars US



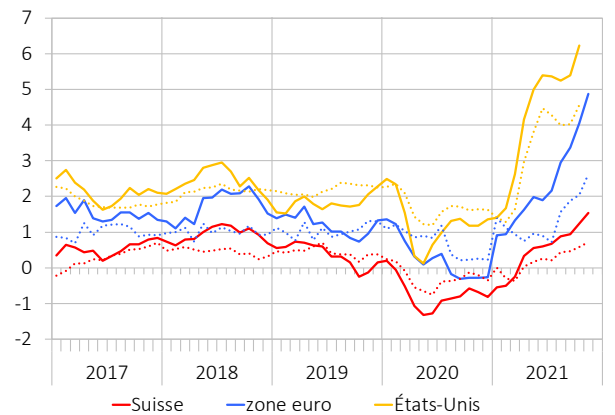
Mais la tendance à la hausse de l'inflation sous-jacente (à l'exclusion des composantes volatiles que sont l'énergie et les denrées alimentaires) s'est poursuivie en de nombreux endroits. D'autres effets collatéraux de la pandémie – goulets d'étranglement dans l'approvisionnement, augmentation des frais de transport, glissements de la demande – ont contribué à la forte hausse des prix de certains produits comme les automobiles.

Dans la **zone euro**, l'inflation a atteint 4,9 % en novembre, soit de loin le niveau le plus élevé depuis la fondation de l'Union monétaire. Près de la moitié du taux élevé d'inflation est due aux prix de l'énergie, le taux de base s'élevant à 2,6 % (graphique 54). La dépréciation de l'euro a également contribué à la forte évolution des prix. Outre les pays baltes, c'est surtout l'Allemagne qui connaît des taux d'inflation élevés en raison d'un effet spécial lié à la TVA (6 % en novembre)¹⁴. Mais d'autres pays, comme l'Espagne et l'Italie, ont également connu une

forte hausse, l'inflation y atteignant respectivement 5,2 % et 4,0 % en novembre.

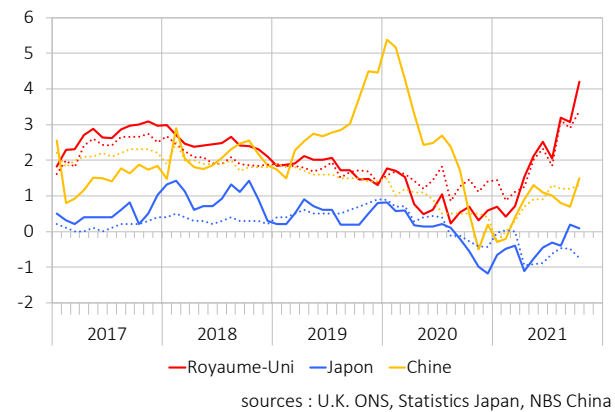
graphique 54 : Inflation, comparaison internationale

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



graphique 55 : Inflation, autres pays

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



Au **Royaume-Uni**, l'inflation a continué d'augmenter pour atteindre 4,2 % en octobre, son niveau le plus élevé depuis dix ans. Aux **États-Unis**, l'inflation a dépassé les 5 % dès le mois de juin et a encore grimpé en octobre pour atteindre 6,2 %. Elle a ainsi atteint son niveau le plus élevé depuis dix ans. Le taux de base a augmenté pour

¹³ Voir l'encadré intitulé « Les risques d'inflation augmentent au niveau international ; mais pas de signe pour l'instant d'une spirale inflationniste en Suisse » dans la présente édition de « Tendances conjoncturelles ».

¹⁴ Source : Eurostat. Au second semestre 2020, une baisse temporaire du taux de TVA a eu lieu en Allemagne, ce qui entraîne une hausse jusqu'en décembre des taux d'inflation actuels d'environ 1,2 point de pourcentage par rapport à l'année précédente, voir Deutsche Bundesbank, rapport mensuel de novembre 2021, p. 60.

atteindre 4,6 %. Enfin, en **Suisse** aussi, l'inflation a continué d'augmenter, s'élevant à 1,5 % en novembre. En revanche, l'inflation reste faible en **Chine** et au **Japon**.

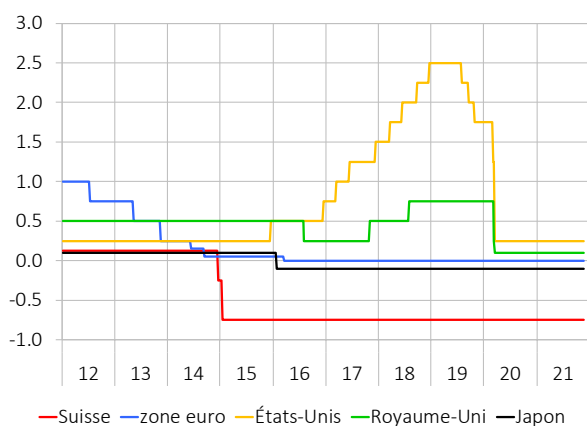
Le Groupe d'experts de la Confédération s'attend à ce que les taux d'inflation diminuent progressivement au cours des prochains mois. D'une part, les effets de base liés aux prix de l'énergie devraient s'estomper ; d'autre part, les autres effets en lien avec la pandémie devraient également s'atténuer.

Politique monétaire

En novembre 2021, la **Réserve fédérale américaine** (Fed) a maintenu la marge de fluctuation de son taux directeur à 0 %-0,25 % (graphique 56). Elle a annoncé en même temps qu'elle réduirait ses achats d'obligations de 15 milliards de dollars pour un montant total de 105 milliards de dollars par mois (« Tapering ») compte tenu de la reprise économique en cours. Les premiers pas de la normalisation de la politique monétaire étaient très attendus par les opérateurs des marchés financiers.

graphique 56 : Taux d'intérêt de référence

en %



Fin octobre, la **Banque centrale européenne (BCE)** a annoncé qu'elle poursuivrait sa politique monétaire expansionniste. Elle a maintenu le taux directeur à 0,0 %, le programme d'achats actifs d'un montant mensuel de 20 milliards d'euros ainsi que le programme d'urgence en cas de pandémie (PEPP) d'un montant de 1 850 milliards d'euros. Selon la BCE, les taux d'inflation élevés de la zone euro, qui devraient être avant tout de nature temporaire (prix élevés de l'énergie, difficultés d'approvisionnement, effets de base), ne devraient donc pas nécessiter de nouvelles mesures de politique monétaire dans l'immédiat.

En matière de politique monétaire, la **Banque nationale suisse** (BNS) reste également fidèle à sa ligne expansionniste. Lors de l'examen de la situation économique et

monétaire de septembre, elle a confirmé le taux directeur de -0,75 %. L'appréciation du franc est toujours jugée élevée, raison pour laquelle la BNS est toujours prête à intervenir au besoin sur le marché des devises.

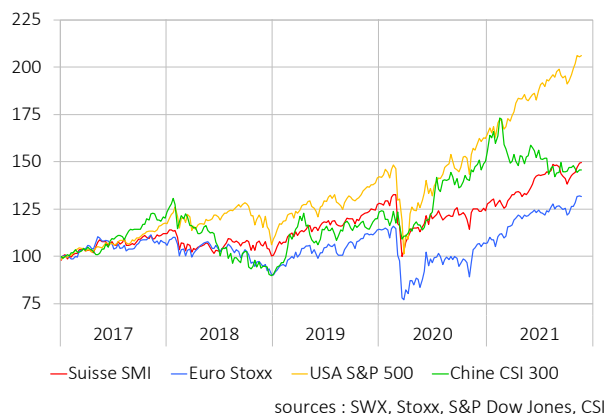
Lors de sa réunion de novembre, la **Banque d'Angleterre** a maintenu le cap de sa politique monétaire et laissé son taux directeur inchangé à 0,1 %. De même, le programme d'achats actifs se poursuit avec un volume cible inchangé de 895 milliards de livres. Au **Japon** également, le taux directeur reste à -0,1 %, sans changement.

Marchés des actions

En septembre, les marchés des actions en Suisse, dans la zone euro et aux États-Unis ont subi des revers importants (graphique 57), notamment en raison de taux d'inflation élevés, en particulier aux États-Unis, et des craintes corrélatives d'une normalisation plus rapide de la politique monétaire. Jusqu'en novembre, les marchés se sont redressés et ont atteint de nouveaux records. C'est notamment le cas du marché boursier américain, où l'indice S&P500 a été dopé par les bons résultats des grandes entreprises du secteur technologique. Fin novembre, il cotait plus de 20 % de plus qu'au début de l'année. L'Euro Stoxx européen ainsi que le SMI ont également enregistré d'importants gains de change. Par contre, l'indice chinois CSI 300 stagne depuis plusieurs mois et cotait fin novembre près de 12 % de moins qu'en début d'année, freiné par des données conjoncturelles plus faibles et des risques de faillite chez les promoteurs immobiliers.

graphique 57 : Marchés des actions

moyenne de janvier 2017 = 100

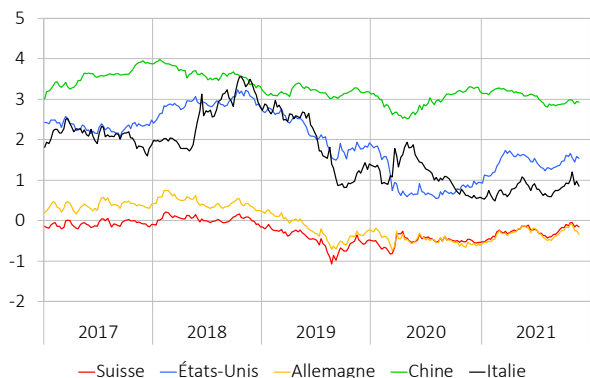


Marchés des capitaux

La hausse des chiffres de l'inflation au cours des derniers mois a entraîné une augmentation des anticipations d'inflation et, par conséquent, des rendements des emprunts d'État à dix ans. La hausse des taux d'intérêt restant toutefois modérée, les rendements dans de nombreux pays sont revenus fin novembre à des niveaux

proches de ceux du printemps (graphique 58). Fin novembre, les rendements des emprunts d'État américains étaient légèrement supérieurs à 1,5 %, tandis que ceux de l'Allemagne et de la Suisse demeuraient en terrain négatif. Le différentiel de taux d'intérêt entre la Suisse et l'Allemagne est resté positif, atteignant fin novembre le niveau record de près de 0,2 point de pourcentage, ce qui devrait contribuer à la pression à la hausse sur le franc suisse.

graphique 58 : Rendement des emprunts d'État à dix ans en %



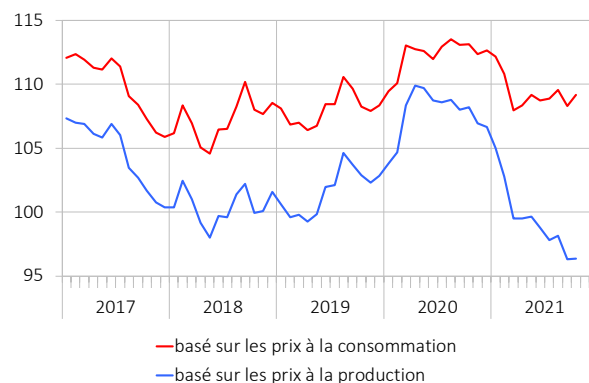
source : Macrobond Financial AB

Cours de change

Depuis septembre, le franc suisse a regagné de son attrait face à l'euro. Fin novembre, il s'échangeait autour de 1,05 franc pour un euro, ce qui correspond à son niveau le plus bas depuis le début de la pandémie. La récente appréciation par rapport à l'euro reflète toutefois davantage une faiblesse de l'euro qu'un renforcement général du franc. Cela se voit par exemple dans le taux de change du franc suisse par rapport au dollar américain, qui suit depuis plusieurs mois un cours stable ou qui présente une légère tendance à la dépréciation du franc.

Mesuré aux prix à la consommation, le franc suisse, depuis le printemps, a évolué latéralement, en termes réels et pondérés par les échanges commerciaux (graphique 59). En octobre, l'indice était supérieur de 9 % à la moyenne à long terme. En revanche, l'indice basé sur les prix à la production a continué de baisser, se stabilisant en octobre à son niveau le plus bas depuis dix ans. Cette tendance à la baisse indique que les prix à la production ont augmenté plus fortement à l'étranger qu'en Suisse, ce qui devrait avoir un effet globalement positif sur la compétitivité-prix des entreprises exportatrices suisses.

graphique 59 : Indices de cours de change réels pondérés par les échanges, moyenne historique = 100



sources : BNS, J.P. Morgan