

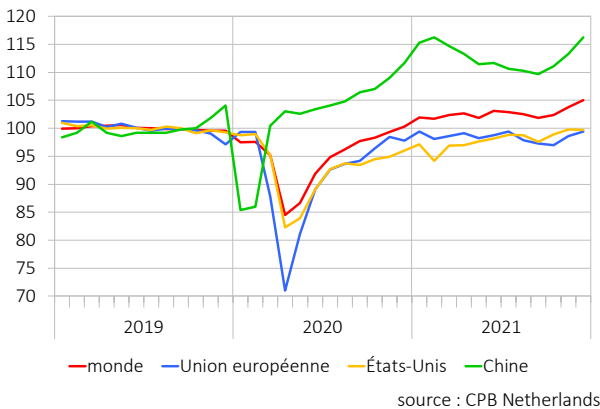
# Environnement international et monétaire

## Économie mondiale

Au 4<sup>e</sup> trimestre 2021, la reprise s'est poursuivie dans les grandes zones économiques, mais de manière assez hétérogène. Dans la zone euro, la dynamique s'est ralentie, freinée par le renforcement des mesures visant à endiguer le coronavirus. En revanche, la croissance s'est considérablement accélérée aux États-Unis et en Chine. L'évolution positive du secteur industriel a contribué à ce résultat, malgré la persistance de goulets d'étranglement dans certains produits intermédiaires. La production industrielle chinoise a notamment repris au dernier trimestre 2021, alors que les pénuries d'électricité s'atténaient (graphique 41).

### graphique 41 : Production industrielle

données réelles désaisonnalisées, moyenne 2019 = 100



Le large assouplissement des mesures d'endiguement du coronavirus devrait par la suite soutenir la reprise, notamment en Europe. La pression inflationniste dans les pays industrialisés s'est toutefois renforcée jusqu'à la fin, poussée notamment par les fortes hausses des prix de l'énergie ; la guerre en Ukraine ne laisse pas présager une détente rapide. Cette situation pèse sur le pouvoir d'achat des ménages privés et, l'incertitude allant croissant, freine l'évolution de la demande.

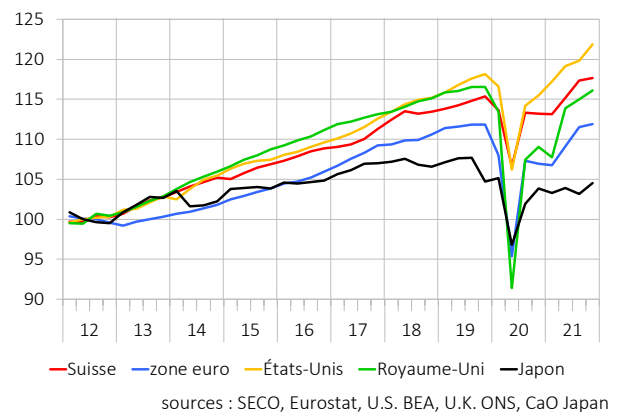
Le Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions révisé à la baisse ses prévisions de croissance de la demande mondiale pour 2022, mais escompte une normalisation de la conjoncture pour 2023.

### Zone euro

Dans la **zone euro**, la croissance économique a ralenti à 0,3 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2021, le PIB retrouvant ainsi son niveau d'avant la crise, celui du 4<sup>e</sup> trimestre 2019 (graphique 42)<sup>18</sup>. La reprise a toutefois été freinée par la persistance de goulets d'étranglement dans les livraisons, une pénurie croissante de main-d'œuvre qualifiée, la hausse de l'inflation et, dans plusieurs pays, le renforcement des mesures d'endiguement du coronavirus. Du côté des dépenses, la reprise du 4<sup>e</sup> trimestre a été largement soutenue par une activité d'investissement dynamique. En revanche, le commerce extérieur a émis des impulsions négatives, sans doute parce que de nombreuses entreprises ont cherché à reconstituer leurs stocks.

### graphique 42 : PIB, comparaison internationale

valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne 2012 = 100

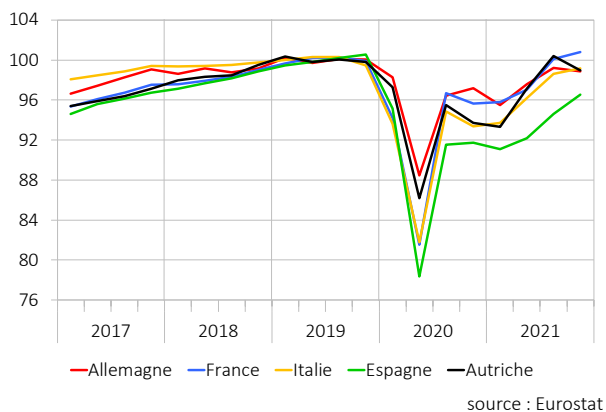


Au niveau des pays, le tableau est mitigé. En **Allemagne**, le PIB a baissé de 0,3 %. Le renforcement des mesures

<sup>18</sup> 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.

d'endiguement a pesé sur le secteur des services, en particulier sur le commerce et l'hôtellerie-restauration. L'industrie allemande est aussi particulièrement touchée par les goulets d'étranglement mondiaux en matière d'approvisionnement et par la pénurie de main-d'œuvre qualifiée. La **France** et l'**Italie** ont été moins touchées par les pénuries d'approvisionnement et les mesures d'endiguement, leur croissance étant à nouveau supérieure à celle de la zone euro dans son ensemble, avec respectivement 0,7 % et 0,6 %. En **Espagne**, où le PIB est encore nettement inférieur au niveau d'avant la crise, la valeur ajoutée a augmenté de 2,0 % (graphique 43). En **Autriche**, où ont été imposées des mesures sanitaires particulièrement restrictives, le PIB a enregistré en revanche un net recul (-2,2 %).

**graphique 43 : PIB, divers pays de la zone euro**  
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2019 = 100

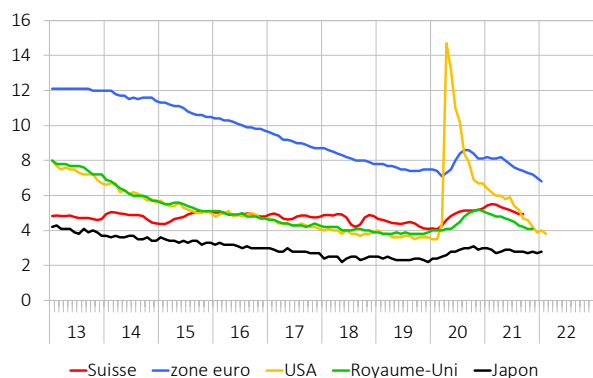


Ces derniers mois, le marché du travail de la zone euro a évolué au même rythme que l'activité économique. Le taux de chômage a continué de baisser, atteignant un niveau historiquement bas de 6,8 % en janvier (graphique 44). Les baisses ont été particulièrement fortes récemment en Espagne, mais aussi en France et en Grèce. En Allemagne par exemple, suite à l'affaiblissement de l'expansion au 4<sup>e</sup> trimestre, le recours aux indemnités de chômage partiel (« Kurzarbeitergeld ») s'est de nouveau intensifié, surtout dans l'hôtellerie-restauration et le commerce de détail.

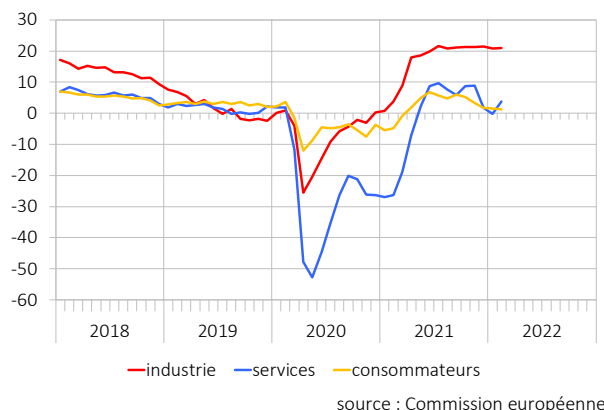
Les indicateurs usuels donnent une image positive de la situation : l'indice PMI composite et l'indicateur du climat économique (ESI) se sont tous deux redressés en février après l'assouplissement des mesures de confinement dans la plupart des pays. Seul le moral des consommateurs, affecté par l'inflation élevée, a légèrement baissé (graphique 45). Les enquêtes ont toutefois été réalisées avant l'éclatement du conflit ukrainien. La nouvelle hausse des prix de l'énergie et l'accroissement de l'incertitude devraient freiner la reprise économique au cours du premier semestre. Il pourrait notamment se

produire des pénuries de livraison plus importantes, avec des effets inhibiteurs corrélatifs dans l'industrie.

**graphique 44 : Chômage, comparaison internationale**  
taux au sens du BIT, valeurs désaisonnalisées, en %



**graphique 45 : Indicateurs de confiance, zone euro**  
sous-composantes de l'indicateur du climat économique (ESI), soldes, valeurs désaisonnalisées et corrigées de la valeur moyenne



Le groupe d'experts s'attend à une reprise dans la zone euro au courant de l'année 2022, ceci à condition qu'il n'y ait pas d'escalade géopolitique encore plus forte et que le commerce des matières premières, notamment, ne soit pas interrompu. En outre, le groupe d'experts prend pour hypothèse qu'il n'y aura pas de nouvelle vague de pandémie nécessitant des mesures d'endiguement très restrictives. En 2023, le cours de la conjoncture devrait dès lors se normaliser.

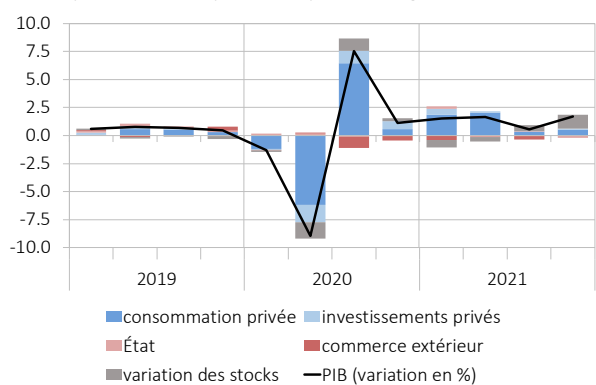
### États-Unis

La dynamique conjoncturelle aux États-Unis s'est sensiblement accélérée au 4<sup>e</sup> trimestre, le PIB augmentant de 1,7 % après un faible trimestre précédent (graphique 46). La demande des ménages privés a connu une croissance particulièrement forte, surtout dans le domaine des services, où un rattrapage est nécessaire après les revers des deux dernières années consécutifs à la pandémie (graphique 47). Les dépenses de consomma-

tion en biens n'ont en revanche guère progressé au 4<sup>e</sup> trimestre. En outre, une forte impulsion a été donnée par les variations de stocks : les entreprises ont reconstitué leurs stocks décimés. Cela s'est également reflété dans une forte augmentation des importations de marchandises, de sorte que la contribution au commerce extérieur a été globalement faible malgré une croissance dynamique des exportations. L'activité d'investissement a continué d'être entravée par des problèmes d'approvisionnement : les investissements dans la construction et les biens d'équipement ont été faibles.

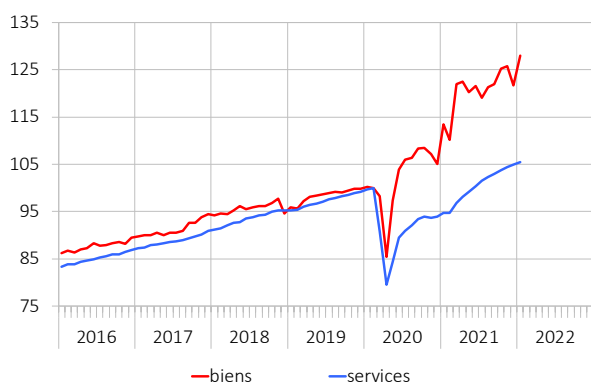
#### graphique 46 : Contributions des composantes, États-Unis

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



#### graphique 47: dépenses de consommation, États-Unis

valeurs nominales désaisonnalisées, février 2020 = 100



La situation sur le marché du travail a continué de s'améliorer. En février, l'emploi a nettement progressé et le taux de chômage a poursuivi sa baisse pour atteindre 3,8 %. En avril 2020, environ 15 % de tous les postes avaient été supprimés. Depuis lors, l'emploi n'est plus que de 1,4 % inférieur au niveau d'avant la crise. Au cours des derniers mois, il a fortement augmenté, notamment dans la restauration. Dans de nombreux secteurs, il reste toutefois difficile de trouver la main-d'œuvre adéquate. La demande est nettement supérieure à l'offre : en décembre, près de 11 millions de postes vacants étaient à

pourvoir pour seulement 6,3 millions de demandeurs d'emploi. Le taux de participation a de nouveau augmenté en février pour atteindre 62,3 %, mais il reste inférieur au niveau d'avant la crise (63,3 %). La hausse des indemnités de chômage, qui a probablement créé des incitations négatives à travailler, a certes pris fin en septembre. Cependant, les soucis de santé d'une partie de la population, l'absence d'offres de garde d'enfants et les fermetures d'écoles, ainsi que les économies accumulées au cours des dernières années, font que les personnes concernées ne sont pas encore toutes revenues sur le marché du travail. Dans une statistique complémentaire sur l'activité professionnelle, il a été demandé aux personnes qui ne cherchaient pas d'emploi si ce choix était lié au problème du coronavirus. En février, 1,2 million de personnes ont répondu par l'affirmative, contre 1,8 en janvier. Une autre raison de la pénurie de personnel pourrait être la réorientation professionnelle de certains employés, qui les ferait hésiter à reprendre leurs anciens postes.

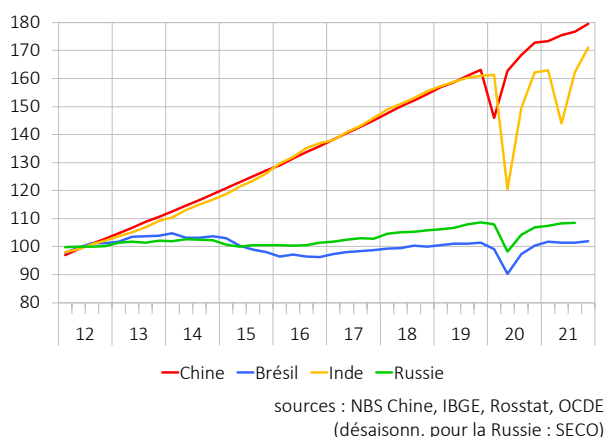
Au cours des prochains trimestres, la reprise devrait se poursuivre aux États-Unis, bien qu'à un rythme un peu moins soutenu : le moral des consommateurs a continué de s'affaiblir en février face au niveau élevé de l'inflation et l'indice PMI composite témoigne d'un affaiblissement de la dynamique. Les goulets d'étranglement dans les livraisons ainsi que la perte de pouvoir d'achat due à l'inflation élevée devraient notamment avoir un effet de frein temporaire. En outre, les répercussions économiques du conflit ukrainien devraient freiner quelque peu la reprise au premier semestre. Des impulsions positives sont en revanche attendues de la loi sur les infrastructures récemment adoptée. Dans l'ensemble, le groupe d'experts s'attend à une poursuite de la reprise en 2022 et à une normalisation en 2023.

#### Chine

En Chine, la croissance du PIB s'est accélérée au 4<sup>e</sup> trimestre, atteignant 1,6 % (graphique 48). La forte reprise a été quelque peu freinée par des pénuries d'énergie en octobre, des problèmes dans le secteur immobilier et l'action musclée du gouvernement contre la flambée périodique de Covid-19. La production industrielle a de nouveau progressé un peu plus rapidement en décembre, avec une hausse de 4,3 % par rapport à l'année précédente. Cependant, les activités liées à l'immobilier – y compris la production de ciment et d'acier – ont de nouveau enregistré des baisses au 4<sup>e</sup> trimestre. De plus, l'économie intérieure chinoise a été quelque peu freinée en décembre par des mesures de confinement instaurées dans plusieurs villes. Le commerce extérieur a toutefois insufflé de fortes impulsions : en décembre, la balance commerciale a affiché un excédent record mensuel de plus de 70 milliards de dollars (graphique 49).

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

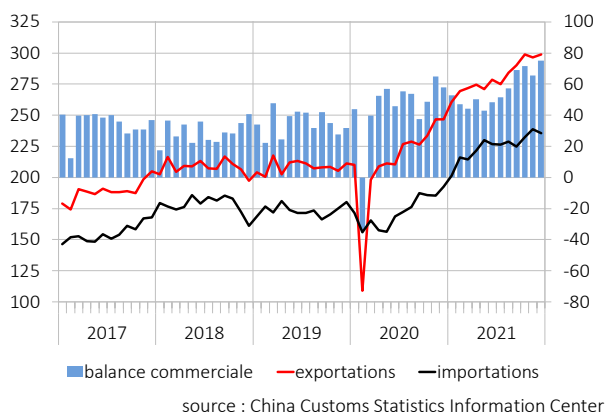
valeurs réelles désaisonnalisées, moyenne de 2012 = 100



Un ralentissement se dessine pour le 1<sup>er</sup> trimestre. Face à la propagation du variant omicron, de nouvelles mesures de confinement devraient être instaurées dans le cadre de la stratégie « No Covid » du gouvernement. En outre, les prix des logements continuent de baisser : dans un contexte de réglementation gouvernementale plus stricte, le secteur immobilier est toujours sous pression. La hausse des prix de l'énergie et l'incertitude croissante liée au conflit ukrainien ont également pesé sur la situation. Les récents assouplissements de la politique financière et monétaire devraient toutefois soutenir la conjoncture. Dans l'ensemble, le Groupe d'experts de la Confédération pour les prévisions révisé légèrement à la baisse ses prévisions pour 2022 et 2023.

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

valeurs désaisonnalisées, en milliards de dollars US

**Autres pays**

Au **Royaume-Uni**, la reprise s'est poursuivie au 4<sup>e</sup> trimestre. Le PIB a progressé de 1,0 % et son niveau n'était plus que de 0,4 % inférieur à celui d'avant la crise. Une forte pénurie de personnel qualifié consécutive au Brexit, notamment dans le secteur de la logistique, des difficultés d'approvisionnement persistantes et l'impact de l'inflation sur le pouvoir d'achat ont pesé sur la consomma-

tion de biens et l'investissement. La dynamique conjoncturelle devrait un peu s'affaiblir au cours des prochains trimestres. Certes, le PMI a nettement augmenté suite aux dernières mesures d'ouverture. Toutefois, la nouvelle hausse des prix de l'énergie ainsi que l'incertitude accrue liée au conflit ukrainien devraient peser sur la reprise. Les pénuries de livraison, les hausses d'impôts et la politique monétaire de plus en plus restrictive de la Banque d'Angleterre exercent également un effet de frein. Pour l'année à venir, le groupe d'experts s'attend à un nouveau ralentissement de l'activité économique.

Au **Japon**, le PIB a fortement augmenté (1,3 %) après la fin de l'état d'urgence en octobre. La consommation privée, en particulier, a connu une forte reprise, mais le commerce extérieur a également fourni des impulsions positives. Le début de l'année 2022 semble toutefois moins positif, car le variant omicron a fait grimper le nombre des nouvelles infections à un niveau record en janvier ; à la suite de quoi les autorités ont imposé des mesures d'urgence dans un certain nombre de préfectures importantes, dont Tokyo. L'indice des directeurs d'achat est ainsi passé nettement en dessous du seuil d'expansion. Le grand paquet fiscal adopté et la suppression des mesures de confinement devraient conduire à une nette reprise au cours de l'année.

En **Inde**, la reprise s'est poursuivie au 4<sup>e</sup> trimestre, bien qu'à un rythme quelque peu ralenti (graphique 48). Cette tendance devrait se poursuivre dans la conjoncture actuelle vu que de nouvelles mesures de confinement ont été imposées dans plusieurs régions. Après leur abrogation, l'activité économique devrait continuer de se normaliser au cours des prochains trimestres. Le groupe d'experts s'attend à une croissance un peu plus faible cette année, puis à une reprise un peu plus forte l'année prochaine. En **Russie**, au cours des prochains trimestres, l'économie sera touchée par les sanctions décrétées dans le cadre du conflit ukrainien, qui visent les secteurs russes de la finance, de l'énergie et des transports et comprennent des interdictions d'exportation, des interdictions de financement du commerce et l'exclusion de plusieurs banques du système SWIFT. En outre, l'accès aux importantes réserves étrangères de la Banque centrale a été rendu plus difficile. En conséquence, le rouble s'est massivement déprécié début mars, entraînant de très fortes baisses à la Bourse russe. De plus, la Banque centrale s'est vue contrainte de doubler son taux directeur pour le porter à 20 %. Le groupe d'experts s'attend pour cette année à une récession en Russie. L'économie du **Brésil**, toujours marquée par une forte incertitude politique, des taux d'inflation élevés et une politique monétaire restrictive, ne devrait connaître cette année qu'une faible croissance. Pour les pays du groupe Bric (Brésil, Russie, Inde, Chine), le groupe d'experts revoit à la baisse ses prévisions concernant 2022 et 2023.

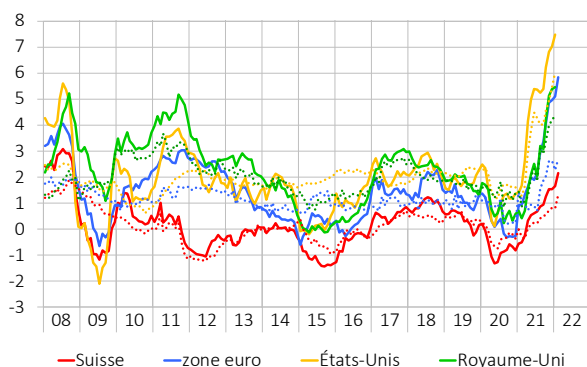
## Cadre monétaire

### Prix en comparaison internationale

Les taux d'inflation déjà élevés ont continué de grimper au cours des trois derniers mois (graphique 50), atteignant en de nombreux endroits leur plus haut niveau depuis le début des années 1990. Cela s'explique en grande partie par la tendance à la hausse continue des prix des matières premières. Outre le pétrole, le gaz naturel a récemment joué un rôle croissant : il avait fortement augmenté en automne (graphique 51). Toutefois, dans de nombreux pays, les hausses de prix ont été répercutées sur les consommateurs avec un certain retard (par ex. au début de l'année). Mais l'inflation sous-jacente (qui exclut les composantes volatiles que sont l'énergie et les denrées alimentaires) a également continué d'augmenter. D'une part, les entreprises répercutent de plus en plus sur leurs clients les hausses de prix de l'énergie, du transport et des produits intermédiaires. D'autre part, dans certains pays, les prix des services augmentent également de plus en plus.

#### graphique 50 : Inflation, comparaison internationale

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



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

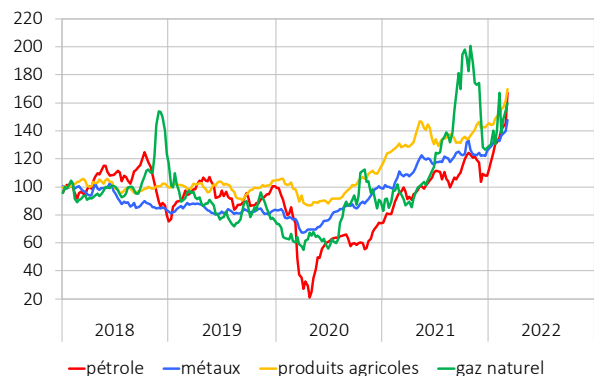
Ce phénomène, que l'on observe surtout aux États-Unis et au Royaume-Uni, est probablement dû non seulement à la hausse des loyers, mais également à la pénurie croissante de main-d'œuvre et de personnel qualifié qui fait grimper les salaires au fur et à mesure de la reprise. Dans l'ensemble, les taux de base dans ces pays ont atteint respectivement 6,0 % et 4,4 % en janvier (graphique 50). En tenant compte de l'énergie, l'inflation a même atteint 7,5 % (États-Unis) et 5,5 % (Royaume-Uni). Au Royaume-Uni, où les tarifs du gaz sont plafonnés par l'État pour une durée de six mois, il faut s'attendre en avril à une nouvelle flambée de l'inflation liée à l'énergie.

Dans la zone euro, l'inflation était également très forte en février, à 5,8 %. Dans tous les États membres, l'objectif de 2 % à long terme a été dépassé. Les taux d'inflation élevés restent toutefois principalement liés à l'énergie, le taux de base s'élevant à 2,7 % en février. La forte hausse des prix du gaz a notamment entraîné une augmentation sensible de l'inflation dans de nombreux pays européens.

En Suisse, l'inflation est certes toujours faible en comparaison internationale, mais elle a également dépassé la marge de fluctuation de la Banque nationale suisse en février, avec 2,2 %, sous l'effet notamment des prix de l'énergie, gaz compris. Cependant, le taux de base a également augmenté de manière significative, atteignant 1,3 %, soit son plus haut niveau depuis février 2009 (graphique 50).

#### graphique 51 : Prix des matières premières

en dollars US, moyenne de janvier 2018 = 100



sources : Energy Information Administration, S&P Dow Jones

Avec l'invasion de l'Ukraine par la Russie à la fin février, les prix de l'énergie et de certains produits alimentaires de base ont brusquement augmenté. Vu l'importance de la Russie et de l'Ukraine en tant que fournisseurs, les prix de ces matières premières devraient rester élevés dans un avenir proche (graphique 51), ce qui accentuera encore la dynamique globale des prix. Le Groupe d'experts de la Confédération s'attend donc à ce que les taux d'inflation internationaux restent élevés dans un premier temps au cours des prochains mois. Si, comme le prévoient les marchés, les prix de l'énergie baissent progressivement, les taux d'inflation devraient eux aussi se tasser de manière significative en 2023 au plus tard.

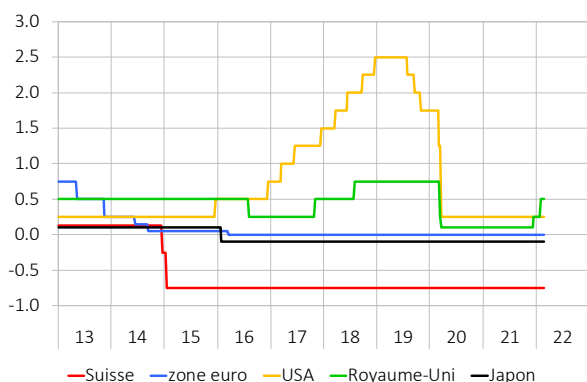
### Politique monétaire

Fin février 2022, la **Réserve fédérale américaine** (Fed) a laissé inchangée à 0,0 %-0,25 % la marge de fluctuation du taux directeur (graphique 52). Dans le même temps, elle a annoncé qu'un relèvement prochain de la marge

de fluctuation serait approprié vu que l'inflation est nettement supérieure à l'objectif à long terme de 2 % et que la situation sur le marché du travail est très favorable. Les marchés financiers attendent depuis plusieurs mois de premières étapes de normalisation de la politique monétaire. D'autre part, le conflit ukrainien est source d'incertitudes considérables, notamment en ce qui concerne la politique monétaire : d'une part, il tend à augmenter la pression sur les prix en raison du renchérissement des matières premières ; d'autre part, l'évolution conjoncturelle pourrait subir des revers, notamment en Europe.

### graphique 52 : Taux d'intérêt de référence

en %



sources : BNS, BCE, Fed, BoE, BoJ

Début février, la **Banque centrale européenne (BCE)** a annoncé qu'elle poursuivrait sa politique monétaire expansionniste et maintiendrait son taux directeur à 0,0 %. Parallèlement, dans le cadre du programme d'urgence en cas de pandémie (PEPP), les achats nets seront réduits au 1<sup>er</sup> trimestre et cesseront fin mars 2022. En outre, le volume du programme d'achat d'obligations sera progressivement réduit, passant de 60 milliards d'euros au total au 1<sup>er</sup> trimestre à 40 milliards au 2<sup>e</sup> trimestre et à 30 milliards au 3<sup>e</sup> trimestre.

La **Banque nationale suisse (BNS)** poursuit également sa politique monétaire expansive. Lors de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre, le taux directeur de -0,75 % a été confirmé. L'appréciation du franc est toujours considérée comme élevée, raison pour laquelle la BNS reste prête à intervenir sur le marché des devises en cas de nécessité.

La **Banque d'Angleterre (BoE)** est la première grande banque centrale à avoir relevé son taux directeur depuis le début de la pandémie, le faisant passer de 0,1 % à 0,25 % en décembre, puis à 0,5 % fin janvier. Ces hausses de taux d'intérêt devraient permettre de ramener les taux d'inflation élevés à un niveau proche de l'objectif

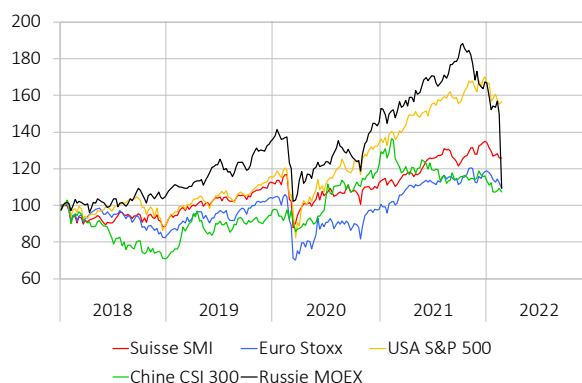
d'inflation de 2 % à moyen terme. Pour atteindre cet objectif, la BoE estime que d'autres hausses de taux seraient éventuellement nécessaires. Au **Japon**, le taux directeur est resté inchangé à -0,1 %.

### Marchés des actions

Après avoir fait preuve d'une relative robustesse en fin d'année, les marchés boursiers de la Suisse, de la zone euro et des États-Unis se sont repliés en début d'année, notamment du fait de la vague omicron et de l'anticipation d'une normalisation prochaine de la politique monétaire (graphique 53).

### graphique 53 : Marchés des actions

moyenne de janvier 2018 = 100



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

La propension des investisseurs à prendre des risques a nettement diminué avec la montée des tensions entre l'Ukraine et la Russie, ce qui a renforcé la tendance à la baisse sur les marchés boursiers. L'invasion de l'Ukraine par les troupes russes à la fin du mois de février a entraîné une augmentation rapide des risques géopolitiques<sup>19</sup>, ce qui a provoqué une forte volatilité sur les marchés financiers, alimentée par des craintes concernant l'approvisionnement en matières premières, l'inflation et l'évolution de l'économie.

Le marché boursier russe s'est effondré en raison des sanctions économiques imposées par de nombreux pays. Après avoir perdu plus de 30 % en quelques jours, la Bourse de Moscou a été provisoirement suspendue le 28 février. D'autres indices de référence ont également enregistré des pertes importantes. Compte tenu de la proximité géographique et de la dépendance de l'Europe vis-à-vis de la Russie en matière d'approvisionnement énergétique, l'escalade a eu un impact particulièrement important sur les marchés boursiers européens.

### Marchés des capitaux

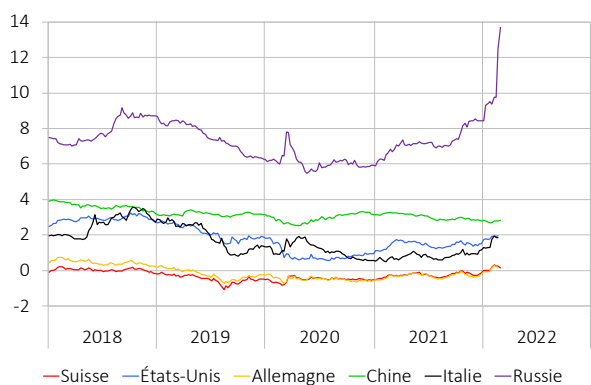
Les chiffres d'inflation plus élevés de ces derniers mois ont fait augmenter les anticipations d'inflation et donc

<sup>19</sup> Cf. p. ex. l'indice de risque géopolitique qui, en mars, a grimpé soudain à son plus haut niveau depuis les attentats terroristes du 11 septembre 2001.

les rendements des obligations d'État à 10 ans (graphique 54). Cette évolution pourrait se poursuivre vu la forte hausse des prix de l'énergie consécutive au conflit ukrainien. Mais, jusqu'à présent, les hausses de rendement dans les pays industrialisés demeurent limitées, d'autant plus que ces rendements sont encore relativement prisés en tant que placements sûrs. En revanche, les rendements des obligations russes ont connu une hausse explosive depuis l'instauration des sanctions économiques, celles-ci ayant entraîné un effondrement simultané de la valeur extérieure du rouble et une forte hausse des anticipations d'inflation.

**graphique 54 : Rendement des emprunts d'État à 10 ans**

en %



source : Macrobond Financial AB

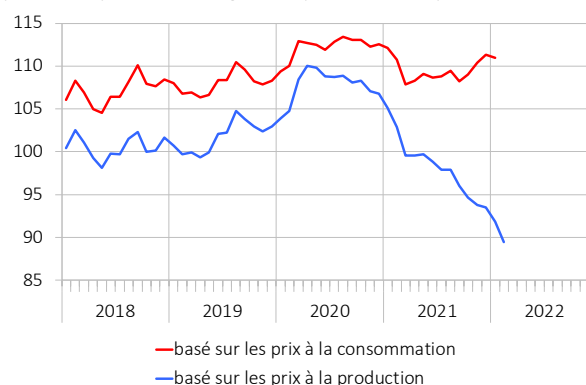
## Cours de change

Après une légère dépréciation par rapport à l'euro en début d'année, le franc suisse s'est de nouveau apprécié récemment et s'est approché de la parité début mars, ce

qui illustre le fait que la zone euro est davantage exposée aux effets du conflit ukrainien. Par rapport au dollar américain, le franc suisse, depuis le printemps 2021, est toutefois stable depuis plusieurs mois, avec une légère tendance à la dépréciation (graphique 55). En janvier 2022, l'indice était supérieur de 9 % à la moyenne à long terme. L'indice basé sur les prix à la production a poursuivi sa forte baisse, atteignant en février son niveau le plus bas depuis 2008. Cette tendance à la baisse indique que l'augmentation des prix à la production a été nettement plus forte à l'étranger qu'en Suisse, ce qui devrait avoir un effet globalement positif sur la compétitivité-prix des entreprises exportatrices suisses.

**graphique 55 : Indices de cours de change réels**

pondérés par les échanges, moyenne historique = 100



sources : BNS, J.P. Morgan