

Prévisions économiques de l'Institut CREA : reprise économique graduelle grâce aux progrès de la vaccination en Suisse et dans le monde

Prévisions économiques 2021-2022 | Printemps 2021

21 mai 2021

L'année 2020 a été marquée par une récession plus profonde que lors de la crise financière de 2008. Grâce aux progrès de la vaccination en Suisse et dans ses principaux pays partenaires commerciaux, l'Institut CREA prévoit une reprise économique graduelle avec une croissance réelle du PIB à 2.7% en 2021 et à 3.9% en 2022. Malgré l'accélération de la dynamique conjoncturelle et une légère dépréciation du franc suisse, les pressions inflationnistes devraient rester modérées et compatibles avec l'objectif de stabilité des prix poursuivi par la Banque Nationale Suisse. Cette dernière devrait donc conserver son taux directeur à -0.75% au moins jusqu'en 2022.

APRÈS UNE ANNÉE 2020 MARQUÉE PAR UNE RÉCESSION PLUS PROFONDE QUE LORS DE LA CRISE FINANCIÈRE DE 2008...

En raison des mesures d'endiguement de la pandémie de COVID-19 mises en place à l'échelle nationale et mondiale en début d'année dernière, l'économie suisse est entrée dans une phase de récession au premier trimestre 2020. Sur l'ensemble de l'année, le PIB réel s'est contracté de 2.9% par rapport au niveau de 2019. Cette chute est plus profonde que celle observée en 2009 dans le sillage de la crise financière (repli du PIB réel de 2.1%). Elle reste même la plus importante que la Suisse ait connue depuis 1975, année durant laquelle l'activité économique s'était contractée de 6.7%. En 2020 comme en 2009, la récession fut mondiale et les principaux partenaires commerciaux de la Suisse ont souffert d'un fort ralentissement conjoncturel. Selon les données du Fonds Monétaire International (FMI), la croissance économique mondiale s'est établie à -0.1% en 2009 et à -3.2% de 2020, alors que les économies avancées ont vu leur PIB réel se contracter de 3.3% et de 4.7%, respectivement.

... ET D'UNE NATURE RADICALEMENT DIFFÉRENTE...

La crise économique liée à la pandémie de COVID-19 se distingue à plusieurs égards de celle liée à la crise financière de 2008. Le tableau 1 met en évidence les facteurs qui expliquent pourquoi la chute de l'activité économique fut plus grave en 2020.

Tout d'abord, on remarque que du côté de la demande, la consommation des ménages, qui reste le principal pilier de la croissance économique en Suisse avec un poids d'un peu plus de 50% (50.1%), a chuté de 4.4% en 2020 par rapport à son niveau de 2019, alors qu'en 2009, elle est restée en hausse à 1.6%. C'est ce qui fait le caractère unique de cette crise. Dans une récession plus classique comme celle de 2009, les ménages n'ajustent que marginalement à la baisse leurs dépenses de consommation afin de préserver leur niveau de vie. Dans le cas de la crise liée à la pandémie de COVID-19, les mesures

d'endigement de la propagation du virus ont contraint les ménages à réduire leurs dépenses de consommation alors même que les mesures budgétaires et monétaires expansionnistes ont permis de conserver leur propension à consommer dans une large mesure.

Ensuite, du côté de l'offre, on remarque que le secteur tertiaire qui contribue à hauteur de plus de deux tiers du PIB (70.6%) a été davantage affecté en 2020 qu'en 2009. Sa valeur ajoutée a diminué de 2.2% en 2020 alors qu'en 2009, elle était restée pratiquement inchangée avec une croissance de 0.2%. C'est un autre fait marquant de la récession liée à la pandémie de COVID-19. De manière générale, le secteur secondaire produit des marchandises dont la demande est davantage affectée par le cycle conjoncturel et qui sont intégrées aux chaînes de valeur internationales, ce qui en fait généralement le principal moteur des corrections de l'activité. En 2009, la valeur ajoutée du secteur secondaire avait perdu 9.3% par rapport à son niveau de 2008, alors qu'elle a enregistré un repli bien moindre en 2020.

Cette différence de dynamique entre les biens et les services se reflète également dans l'intensité des échanges commerciaux entre pays à l'échelle internationale. Selon les données de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), les exportations mondiales de services commerciaux ont connu un repli beaucoup plus fort que les exportations de marchandise en 2020 (19.9% contre 7.5%). Comme corollaire, la dégradation de l'environnement externe de l'économie suisse en 2020 a réduit la capacité des entreprises helvétiques à exporter, et ce davantage dans les services que dans les biens. Comme indiqué dans le tableau 1, l'inverse s'est produit lors de la récession de 2009.

... L'ÉCONOMIE SUISSE DEVRAIT CONNAÎTRE UNE REPRISE GRADUELLE GRÂCE AUX PROGRÈS DE LA VACCINATION EN SUISSE ET DANS SES PRINCIPAUX PAYS PARTENAIRES COMMERCIAUX

Nous attendons une reprise graduelle de l'activité économique en Suisse avec une croissance réelle du PIB à 2.7% en 2021 et à 3.9% en 2022, alors que le consensus prévoit une croissance plus soutenue en 2021 qu'en 2022 (voir le graphique 1 et le tableau 3). L'accélération de la croissance que nous anticipons provient d'une part de la nature radicalement différente de cette crise et d'autre part, d'une reprise des exportations helvétiques plus soutenue en 2022.

En 2021, le retour à la croissance s'explique par la dynamique de la demande intérieure, principalement en raison de la forte croissance de la consommation des ménages. Alors que la mise en place de mesures d'endigement de la pandémie de COVID-19 ainsi que la crainte de la population d'être infectée ont été les principaux moteurs de la récession, la reprise économique en 2021 sera portée par les progrès de la vaccination, en particulier parmi les personnes les plus vulnérables. Comme le montre le graphique 2, environ 10% de la population suisse est entièrement vaccinée à mi-mai de cette année. L'accélération du nombre de personnes protégées contre la contamination du virus permettra d'une part aux autorités cantonales et fédérales d'assouplir les mesures de restriction, et d'autre part, à la population de réduire la distanciation sociale. Grâce à ces deux facteurs, nous anticipons une hausse des dépenses de consommation privée dans la mesure où la propension à consommer devrait rester intacte grâce à l'évolution positive du marché du travail et l'épargne accumulée durant les périodes où la consommation était contrainte par les mesures de restriction. Le marché du travail devrait en effet retrouver de la vigueur à travers des créations d'emploi qui favoriseront une baisse du taux de chômage (de 3.4% en 2021 à 3.1% en 2022). La légère progression des salaires réels dans les deux prochaines années reste un facteur supplémentaire de soutien à la consommation privée, et ce d'autant plus que la rigidité des salaires nominaux et la baisse des prix à la consommation ont permis aux travailleurs de connaître une hausse de leur pouvoir d'achat de 1.7% en 2020.

En 2022, la croissance de la demande intérieure devrait ralentir, passant de 3.1% à 1.5%. Cette réduction de la dynamique domestique devrait générer une croissance des importations plus faible et être plus que compensée par une amélioration significative du commerce extérieur de la Suisse. Les progrès de

la vaccination dans ses principaux pays partenaires économiques devraient stimuler la demande de produits helvétiques permettant à la croissance des exportations suisses d'entrer dans une phase de reprise en 2021 et d'accélérer en 2022. Le graphique 2 indique clairement que la vaccination s'accélère dans l'Union Européenne et aux Etats-Unis. Cette tendance devrait se poursuivre dans le courant de cette année.

MALGRÉ L'ACCÉLÉRATION DE LA DYNAMIQUE CONJONCTURELLE ET UNE LÉGÈRE DÉPRÉCIATION DU FRANC SUISSE, LES PRESSIONS INFLATIONNISTES DEVRAIENT RESTER CONTENUES...

Nous anticipons que l'indice des prix à la consommation (IPC) devrait progresser de 0.3% en 2021 et de 0.5% en 2022. Les pressions inflationnistes devraient rester donc contenues à moyen terme et compatibles avec l'objectif de stabilité des prix poursuivi par la Banque Nationale Suisse (BNS) et défini par cette dernière comme un taux d'inflation se situant entre 0 et 2%.

Ce scénario de dynamique de l'IPC modérée s'explique d'une part par l'évolution de l'inflation domestique. Alors que depuis le début de la crise sanitaire, la croissance des prix domestiques en glissement annuel oscille autour de la ligne zéro, elle devrait encore augmenter sous l'impulsion de la reprise conjoncturelle en Suisse grâce à laquelle l'activité économique devrait progresser à un rythme plus élevé que son potentiel. En revanche, il est peu probable que la dynamique des prix intérieurs entre dans une forte dynamique de nature à déclencher une spirale inflationniste prix-salaire et ce pour deux raisons. Premièrement, l'évolution des salaires nominaux devrait rester modérée en 2021 et 2022. Deuxièmement, les estimations de la BNS indiquent que le PIB se trouve à niveau bien inférieur à son potentiel. L'écart de production se situe dans une fourchette de -2.3% à -1.1% au quatrième trimestre 2020.

Par ailleurs, la dépréciation du franc suisse en terme nominal effectif de 2.7% depuis le début de l'année pourrait continuer d'exercer une pression à la hausse sur la dynamique des prix de consommation importée. Elle a en effet contribué à la hausse de l'inflation globale en avril dernier qui est passée en territoire positif (de -0.2% en mars à 0.3% en glissement annuel). Cependant, le potentiel de dépréciation du franc suisse et d'accélération de l'inflation importée devrait rester limité dans un contexte où la phase de normalisation de taux par la Banque Centrale Européenne semble se dessiner à un horizon temporel éloigné.

... CE QUI DEVRAIT CONDUIRE LA BANQUE NATIONALE SUISSE À CONSERVER SON TAUX DIRECTEUR À -0.75% AU MOINS JUSQU'EN 2022

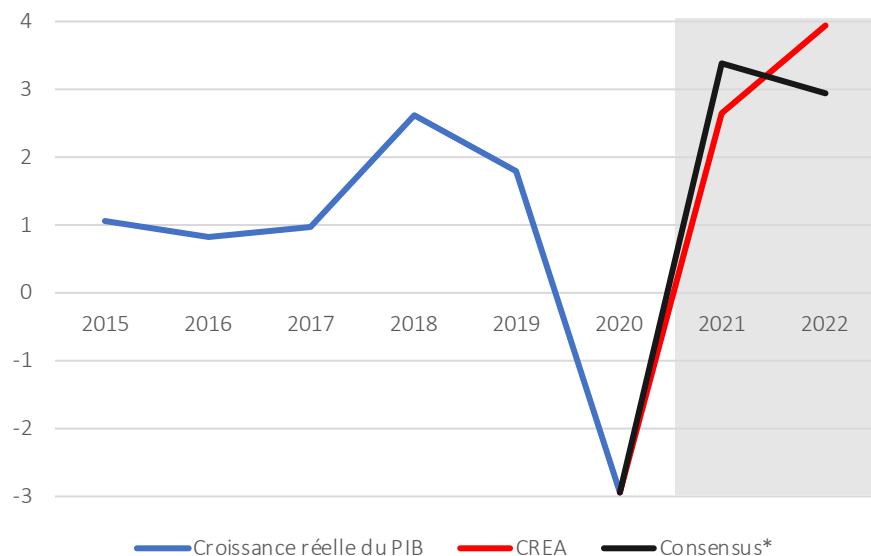
Dans un environnement où les pressions inflationnistes resteraient modérées et l'économie suisse se trouverait dans une phase de reprise graduelle mais fragile, la BNS devrait poursuivre sa politique monétaire ultra-expansionniste qui repose sur deux piliers, à savoir : (1) un taux directeur et un taux d'intérêt sur ses dépôts à vue à -0.75% et (2) sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes. Comme son objectif primaire reste la stabilité des prix, les anticipations d'inflation de la BNS devraient justifier sa décision d'opter pour un statu quo monétaire. En mars 2021, elle a réaffirmé qu'elle anticipait un taux d'inflation autour de 0.5% à son horizon de prévision, soit à fin 2023, et ce malgré le maintien de son taux directeur en territoire négatif à -0.75%. Ainsi, tant que la BCE ne procède pas à une première hausse de taux, la BNS ne devrait pas prendre le risque d'entamer une phase de normalisation sous peine de déclencher un mouvement d'appréciation du franc suisse.

En revanche, le contexte de reprise économique mondiale couplé à la baisse de l'incertitude devrait réduire significativement les pressions haussières sur le franc. Nous anticipons une légère dépréciation de la devise helvétique par rapport à l'ensemble des monnaies (voir le tableau 2). Ainsi, la BNS devrait

moins recourir au second pilier de sa stratégie en intervenant dans des proportions bien moindres que durant l'année 2020. Entre janvier et décembre 2020, elle aurait acheté des devises étrangères à hauteur de CHF 112 milliards afin d'enrayer la force du franc. Comme le montre le graphique 3, ses dépôts à vue, dont le changement reflète l'ampleur de ses interventions, sont passés de CHF 590 milliards à 703 milliards sur cette période. En cas d'incertitude modérée sur les marchés, elle devrait pouvoir être à même de réduire la taille de son bilan en vendant des devises étrangères, et ce d'autant que le Trésor américain a qualifié la Suisse de manipulateur de monnaie dans son rapport de décembre dernier.

Graphique 1:

Comparaison des prévisions de croissance réelle du PIB

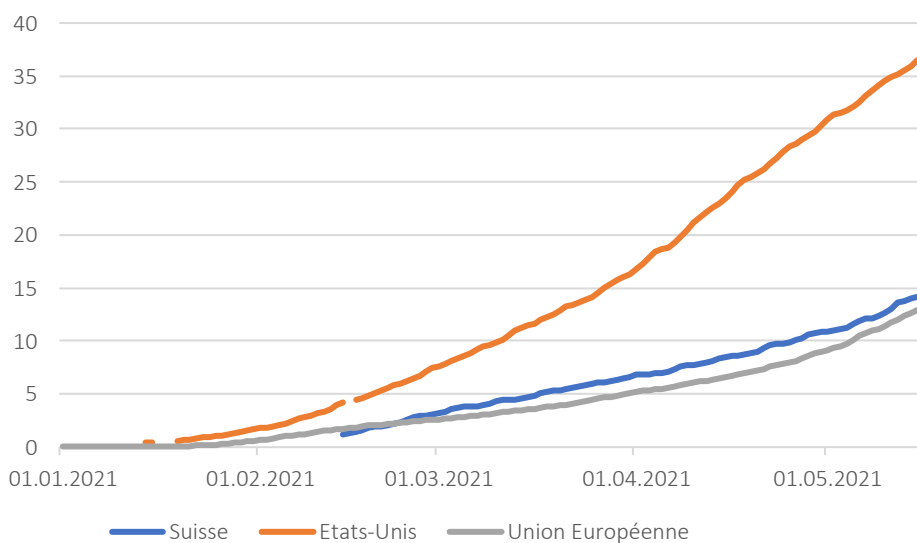


Source: CREA, SECO.

* Consensus : moyenne des valeurs annuelles prévues par BAK, KOF, SECO, UBS et CS.

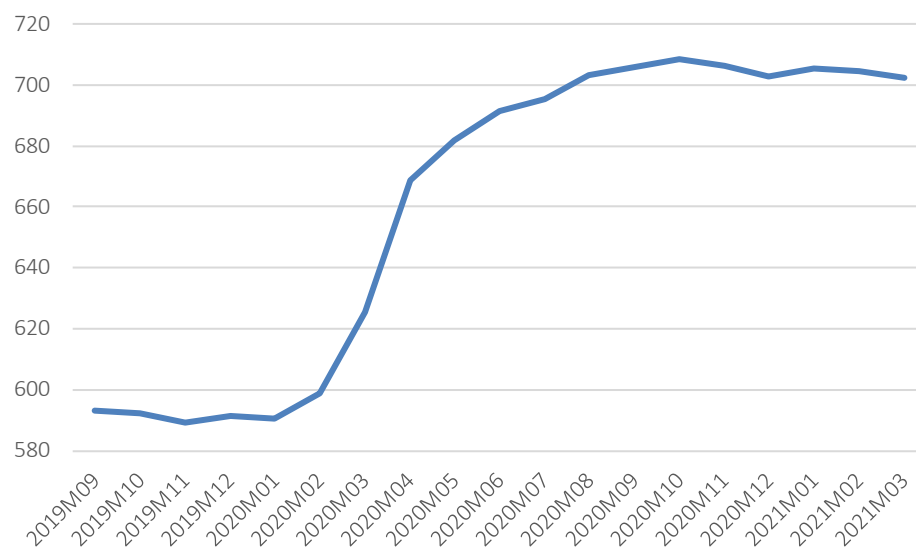
Graphique 2:

Proportion de personnes entièrement vaccinées en Suisse, aux Etats-Unis et dans l'UE



Source: Our World in Data (<https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>).

Graphique 3:
Dépôts à vue à la BNS, en CHF milliard



Source: BNS.

Tableau 1:
Comparaison des récessions de 2009 et de 2020

	Poids (%)	Récession 2009		Récession 2020	
		Crise financière		Pandémie COVID-19	
		2008	2009	2019	2020
PIB		2.8	-2.1	1.1	-2.9
Demande (dépenses)					
Consommation privée ²	50.1	1.5	1.6	1.4	-4.4
Investissement ³	25.7	0.6	-7.0	1.2	-1.7
Exportations de biens ⁴	32.4	2.0	-11.3	4.9	-2.9
Exportations de services	15.5	0.8	-3.4	-3.0	-17.3
Offre (valeur ajoutée)					
Secteur secondaire ⁵	70.6	2.8	-9.3	2.1	-4.6
Secteur tertiaire ⁶	25.6	3.1	0.2	0.7	-2.2

Sources: CREA, SECO.

1 Changement annuel en % en termes réels. Poids en % dans le PIB en 2020.

2 Consommation réelle des ménages.

3 Formation brute de capital fixe.

4 Sans objets de valeur et sans commerce de transit pour les exportations.

5 Secteurs NOGA 05-43

6 Secteurs NOGA 45-46

Tableau 2:

Prévisions économiques de l'institut CREA pour la Suisse¹

	2020	2021	2022
Consommation réelle des ménages	-4.4	3.8	2.7
Consommation publique ²	3.8	4.0	-0.6
Investissement fixe réel	-1.6	1.3	-0.1
- Equipement	-2.4	1.2	-1.0
- Construction	-0.1	1.6	1.3
Demande intérieure finale réelle	-2.5	3.1	1.5
Variations de stocks ³	-1.2	1.4	-0.1
Exportations réelles de biens ⁴	-3.0	2.6	4.9
Importations réelles de biens ⁴	-8.4	9.8	-1.3
Croissance réelle : PIB	-2.9	2.7	3.9
Indice du cours nominal du franc ²	6.1	-1.5	-1.3
Salaires nominaux moyens	1.0	0.5	0.8
Salaires réels moyens	1.7	0.2	0.3
Inflation : indice des prix à la consommation	-0.7	0.3	0.5
Population active occupée	-0.3	0.2	0.3
Chômage	3.1	3.4	3.1
Taux d'intérêt			
- Taux directeur de la BNS	-0.75	-0.75	-0.75
- Rendement des obligations de la Confédération ⁵	-0.52	-0.39	-0.25

Sources: CREA, SECO, BNS, OFS.

¹ Changement annuel en % dans tous les cas, sauf pour les variations de stocks (contribution à la croissance du PIB), les taux d'intérêt (niveau annuel moyen) et le taux de chômage (moyenne annuelle).

² Hypothèse externe.

³ Contribution à la variation du PIB.

⁴ Sans objets de valeur (et sans commerce de transit pour les exportations).

⁵ Echéance à 10 ans.

Le calcul des prévisions a été finalisé le **19 mai 2021**.

Tableau 3:
Comparaison des prévisions économiques pour la Suisse

		PIB			Taux de chômage		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
CREA	05/21	-2.9	2.7	3.9	3.1	3.4	3.1
Consensus^a		-2.9	3.4	2.9	3.1	3.3	3.0
BAK ^b	05/21	-2.9	4.0	3.4	3.1	3.0	2.7
KOF	03/21	-2.9	3.0	2.8	3.1	3.3	3.1
SECO	03/21	-2.9	3.2	3.5	3.1	3.3	3.0
UBS	05/21	-2.9	3.3	3.0	3.1	3.3	3.1
CS	05/21	-2.9	3.5	2.0	3.1	3.6	3.2
<hr/>							
		Inflation (IPC)			Taux directeur de la BNS ^c		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022
CREA	05/21	-0.7	0.3	0.5	-0.75	-0.75	-0.75
Consensus^a		-0.7	0.4	0.4	-0.75	-0.75	-0.75
BAK ^b	05/21	-0.7	0.5	0.5	-0.75	-0.75	-0.75
KOF	03/21	-0.7	0.3	0.4	-0.75	-0.80	-0.80
SECO	03/21	-0.7	0.4	0.4	-0.75	-0.70	-0.70
UBS	05/21	-0.7	0.4	0.4	-0.75	-0.75	-0.75
CS	05/21	-0.7	0.3	0.4	-0.75	-0.75	-0.75

Sources : CREA, BAK, KOF, SECO, UBS, CS.

^a BAK publie 3 scénarios. Les chiffres reproduits ici correspondent au scénario de base, considéré par le BAK comme le plus probable.

^b Consensus : moyenne des valeurs annuelles prévues par BAK, KOF, SECO, UBS et CS.

^c BAK, KOF et SECO : LIBOR à trois mois. UBS : prévision pour juin. CS : prévision à 3 mois et à 12 mois.