

**Embargo jusqu'au 12 novembre 2009, 18 h 00**

# **Les défis de la politique monétaire suisse**

Thomas J. Jordan  
Membre de la Direction générale  
Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»  
Genève, 12 novembre 2009

## **1 Bilan conjoncturel**

La Suisse est une petite économie ouverte qui dépend fortement des évolutions à l'étranger. Celles-ci se répercutent sur l'économie helvétique par trois canaux principalement: tout d'abord, la demande concernant nos exportations; deuxièmement, la création de valeur dans notre système bancaire; troisièmement, les cours de change. La crise des marchés financiers a entraîné un recul important de la demande étrangère, une baisse significative de la création de valeur dans le secteur financier et une hausse du franc, qui était considéré comme une valeur refuge.

Compte tenu de la forte exposition de l'économie helvétique, on pouvait légitimement s'attendre à ce que la Suisse, tout comme les autres pays, soit touchée de plein fouet par la crise des marchés financiers. Elle a cependant montré une capacité de résistance étonnante jusqu'ici. L'économie suisse semble non seulement mieux surmonter la crise qu'on ne l'espérait il y a encore quelques mois, mais également être moins affectée que de nombreux autres pays de l'OCDE.

Les perspectives économiques pour la Suisse se sont améliorées depuis l'été 2009. Tandis que différents instituts conjoncturels prévoyaient, cet été encore, un recul moyen du PIB de 2,5% pour 2009, celui-ci est désormais estimé à 1,8%. Quant aux prévisions de croissance pour 2010, elles ont passé de 0,3% cet été à 0,9% actuellement (illustration *Prévisions consensuelles de croissance*). La révision à la hausse des prévisions pour l'économie suisse tient, d'une part, à l'embellie des perspectives sur le plan mondial et, d'autre part, à une évolution étonnamment positive du PIB au deuxième trimestre de 2009, puisqu'il n'a baissé que de 0,3% par rapport au trimestre précédent (en données corrigées des variations saisonnières et non annualisées). En comparaison internationale, le fléchissement de l'économie helvétique a été relativement modéré (illustration *Evolution du BIP réel*). On ne peut certes pas exclure que les prévisions de croissance du PIB soient corrigées ultérieurement à la baisse, mais le ralentissement en Suisse devrait néanmoins demeurer modeste au regard de l'évolution à l'étranger.

## **2. Stabilisateurs durant la crise**

Plusieurs facteurs ont contribué à stabiliser la situation économique en Suisse, en particulier la consommation réelle des ménages qui a augmenté au cours des derniers trimestres, contrairement aux autres pays, où elle a marqué une forte baisse (illustration *Evolution de la consommation réelle*). Le niveau élevé de la consommation en Suisse tient principalement au marché du travail resté relativement robuste jusqu'ici et à l'évolution positive des salaires réels (illustrations *Personnes actives* et *Somme des salaires réels*). Malgré la crise, l'emploi, mesuré en nombre de personnes actives, n'a guère fléchi jusqu'à présent. En outre, du fait de la baisse des prix et des généreuses augmentations de salaire consenties l'automne

dernier, la somme des salaires est, en termes réels, nettement supérieure à celle de l'année précédente (2<sup>e</sup> trimestre de 2009: +4,6% d'une année à l'autre).

La croissance continue, malgré la crise, de la population résidente est un deuxième moteur de la consommation (illustration *Population résidente permanente en Suisse*). En chiffres annualisés, cette croissance a atteint à ce jour 1% en 2009, contre 1,4% en 2008 et 1,1% en 2007. Elle s'explique avant tout par une immigration qui reste forte. Tous les nouveaux arrivants ne travaillent certes pas en Suisse, mais ils y vivent et y habitent, et donc y consomment. Par contre, si l'on observe la consommation par habitant, on note une stagnation. L'évolution demeure toutefois assez robuste, en comparaison avec les autres pays.

Autre différence notable par rapport à l'étranger: la Suisse n'a pas connu de bulle immobilière durant la décennie en cours (illustration *Evolution des prix de l'immobilier*). Grâce à la croissance de la population résidente, à l'augmentation des revenus réels et aux taux hypothécaires bas, la construction est également vigoureuse.

Tout comme le marché immobilier, l'économie suisse en général ne présente pas de symptômes de resserrement du crédit, contrairement à d'autres pays (illustration *Croissance des crédits*). Les entreprises suisses ont, dans l'ensemble, toujours accès aux crédits bancaires. Par ailleurs, nombre d'entre elles recourent de plus en plus au marché obligataire pour couvrir leurs besoins de refinancement, ce qui a fortement stimulé les émissions.

Outre les stabilisateurs automatiques et les trois trains de mesures budgétaires de la Confédération, la politique monétaire a également contribué à stabiliser l'économie. Il convient de mentionner en premier lieu les baisses successives du taux directeur l'automne dernier, lorsque la Banque nationale suisse a baissé de 225 points de base son objectif sur le Libor à trois mois en francs en l'espace de quelques semaines seulement. Elle a également appliqué, en plus des instruments de taux classiques, des mesures non-conventionnelles pour stabiliser le système financier et la situation économique: création de la société SNB Stabfund, qui a repris les actifs illiquides d'UBS, acquisition d'obligations en francs de débiteurs suisses et interventions sur le marché des changes visant à empêcher une appréciation du franc.

### **3. Perspectives et défis**

Au niveau mondial, nous sommes actuellement en présence de deux forces antagonistes, l'une porteuse de récession et de déflation, l'autre d'expansion et d'inflation. Du côté de la récession et de la déflation, les effets de la crise immobilière et financière se font encore sentir. Le système bancaire ne pourra de nouveau remplir sa fonction qu'après avoir assaini ses actifs toxiques et été recapitalisé, ce qui n'est pas encore entièrement le cas actuellement. Par ailleurs, le renforcement prévu de la réglementation des marchés financiers devrait freiner temporairement l'octroi de crédits. De plus, durant le boom qui a précédé la crise, le capital n'avait souvent pas été alloué correctement. Le stock de capital effective-

ment mis à disposition pour la production s'en est ressenti et doit être reconstitué. La forte augmentation de la dette publique dans de nombreux pays pourrait également peser sur la croissance économique à moyen terme.

Du côté de l'expansion et de l'inflation, les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes sans précédent, qui ont été mises en œuvre presque partout dans le monde, portent leurs fruits.

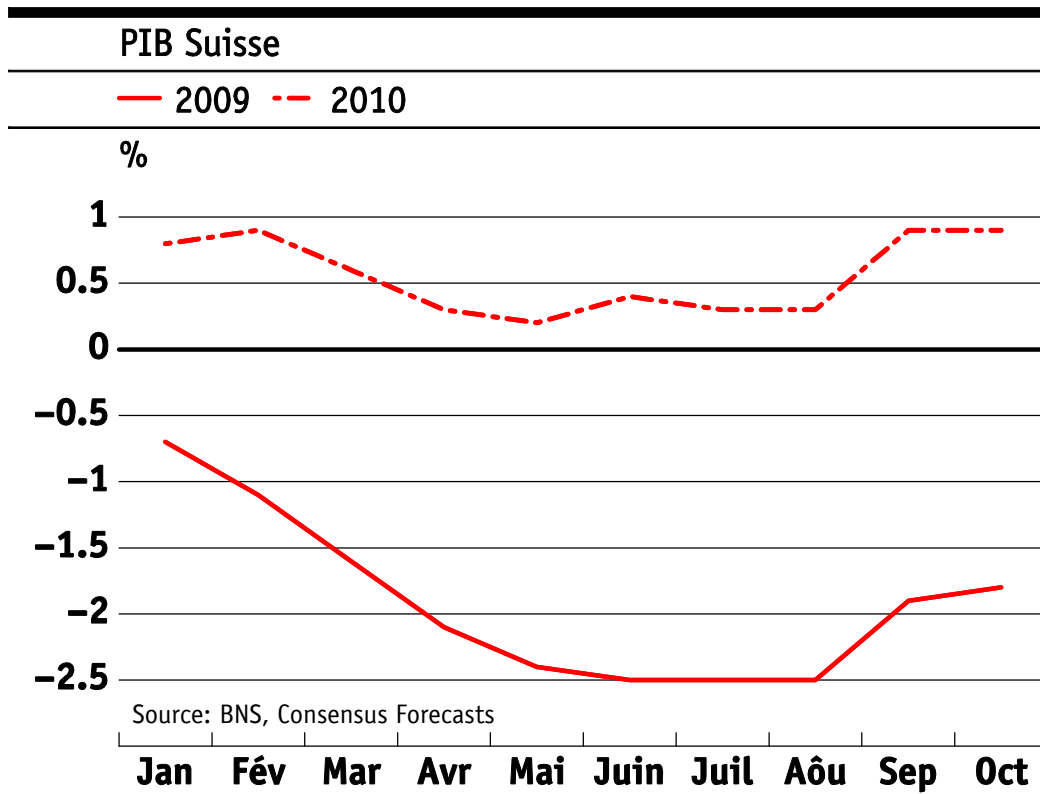
Il est toutefois difficile de prévoir sur quelle voie la conjoncture mondiale finira par s'engager. Malgré la reprise actuelle étonnamment forte, il est possible que nous devions tabler à moyen terme sur une longue phase de croissance relativement faible aux Etats-Unis et en Europe. L'histoire nous apprend que les crises financières et immobilières sont souvent suivies d'une telle phase.

Face aux tendances évoquées précédemment, la Suisse se trouve dans une situation assez favorable. Grâce à son marché immobilier sain, elle n'est pas directement soumise aux forces de récession déjà mentionnées. Son stock de capital est intact, son système bancaire axé sur le marché intérieur est en bon état de fonctionnement, et les ménages et la plupart des entreprises présentent un bilan équilibré. De ce fait, la crise a peu pesé sur les finances publiques en comparaison avec l'étranger. Beaucoup d'autres pays doivent, quant à eux, faire face à une véritable montagne de dettes, qui entravera vraisemblablement la croissance économique. La situation relativement bonne des finances publiques est une chance pour l'avenir de la Suisse, qui renforce ainsi considérablement son attrait en tant que place économique.

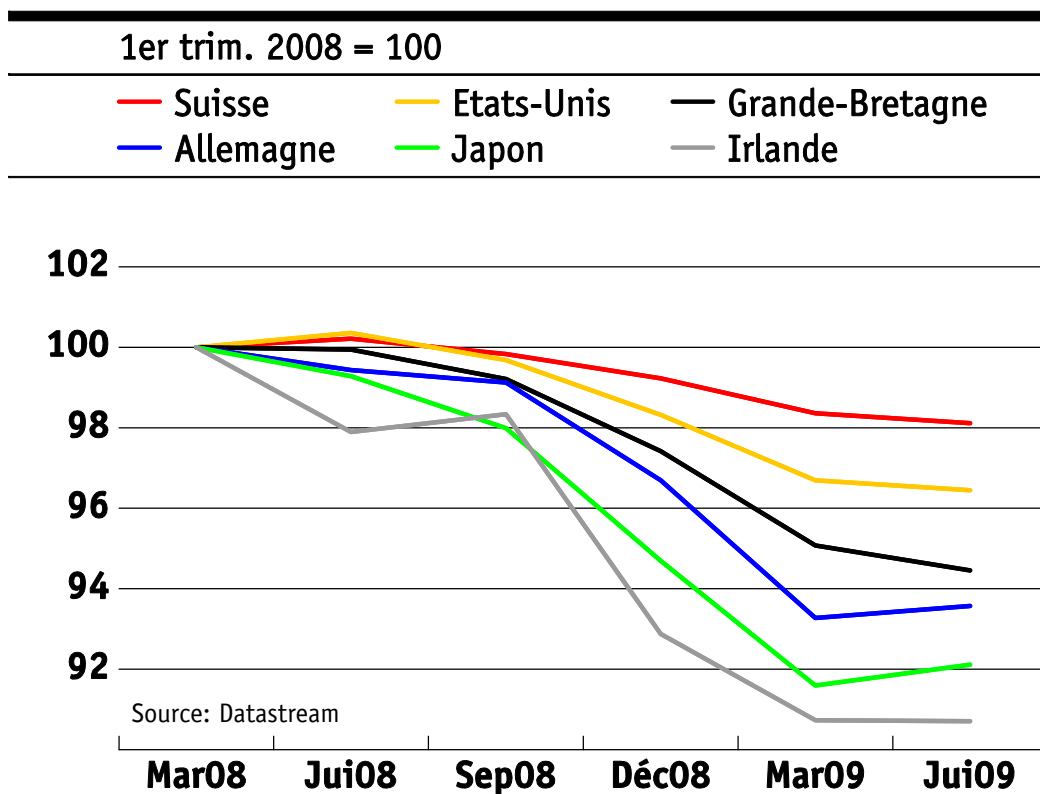
Même si la comparaison avec l'étranger est à notre avantage dans de nombreux domaines, la conjoncture n'en est pas moins morose en Suisse, et le taux de chômage élevé. De plus, la situation mondiale est actuellement marquée par des incertitudes extrêmement grandes quant à l'évolution de l'économie et des prix. Certains développements temporaires tels que les déséquilibres mondiaux dans la balance commerciale et les politiques monétaire et budgétaire expansionnistes devront être corrigés. Les scénarios présentant un risque pour l'économie mondiale qui pourrait aussi affecter la Suisse ne manquent donc pas, mais de bonnes surprises sont également possibles. Il n'en reste pas moins que la Suisse demeure très dépendante de l'étranger.

A court terme, le défi de la politique monétaire suisse consistera à soutenir la reprise conjoncturelle dans une phase difficile, sans que les taux bas et les liquidités élevées n'entraînent une évolution inadéquate. A moyen terme, il s'agira de définir le moment opportun pour la normalisation de la politique monétaire. Enfin, à long terme, le défi sera de garantir la stabilité des prix.

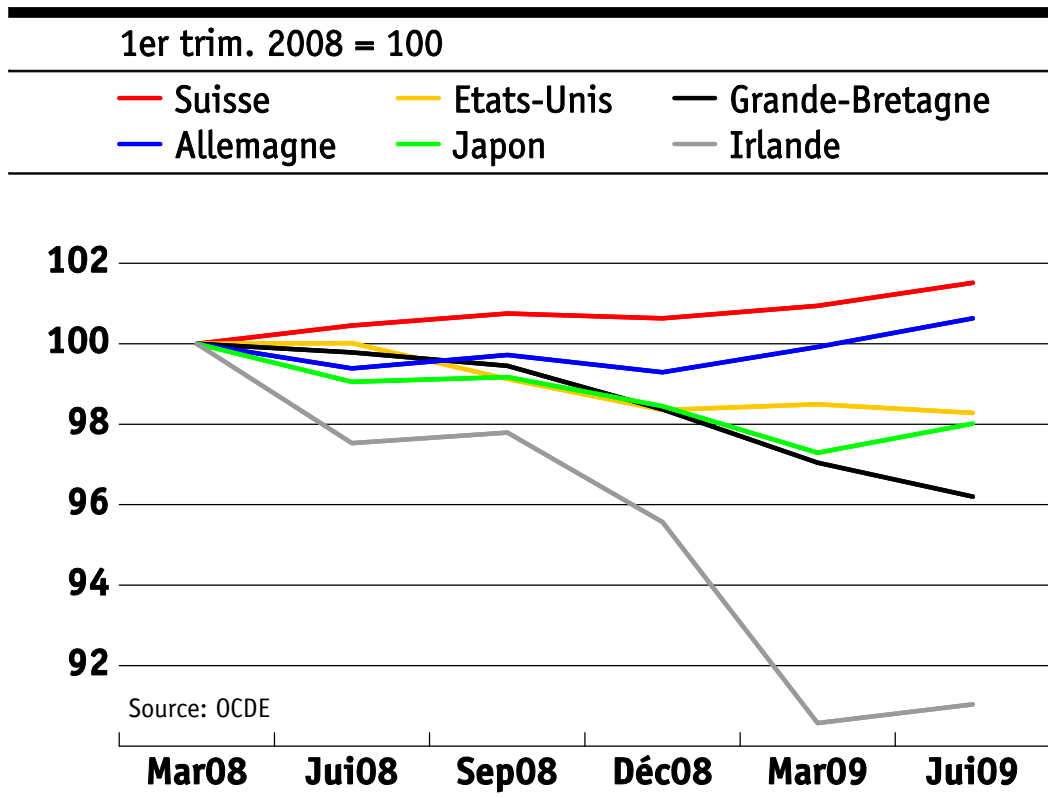
## Prévisions consensuelles de croissance



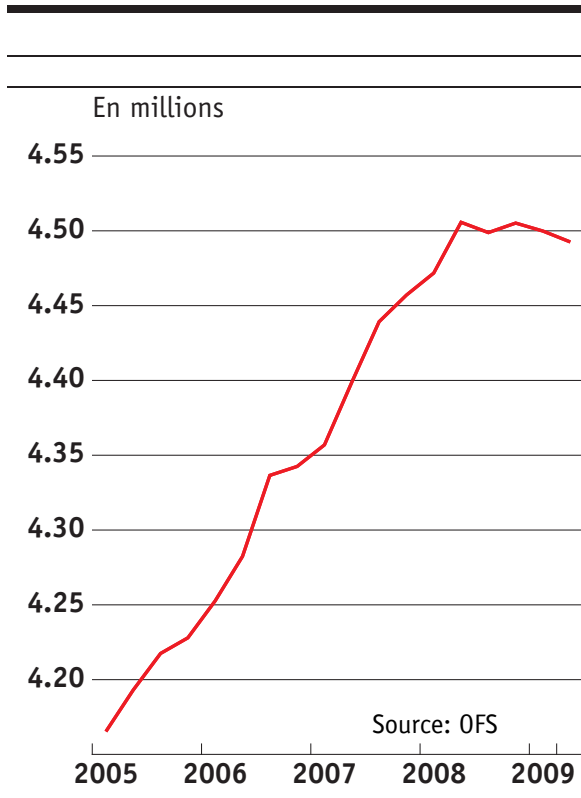
## Evolution du PIB réel



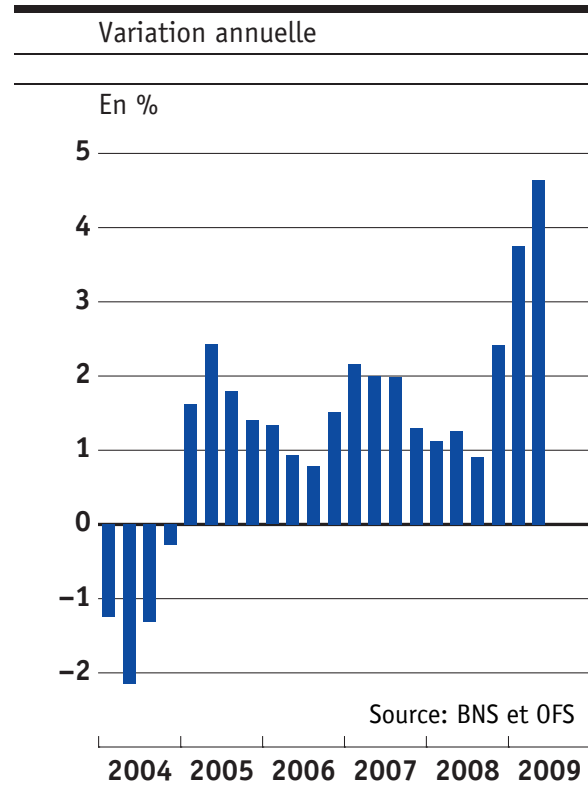
# Evolution de la consommation réelle



## Personnes actives

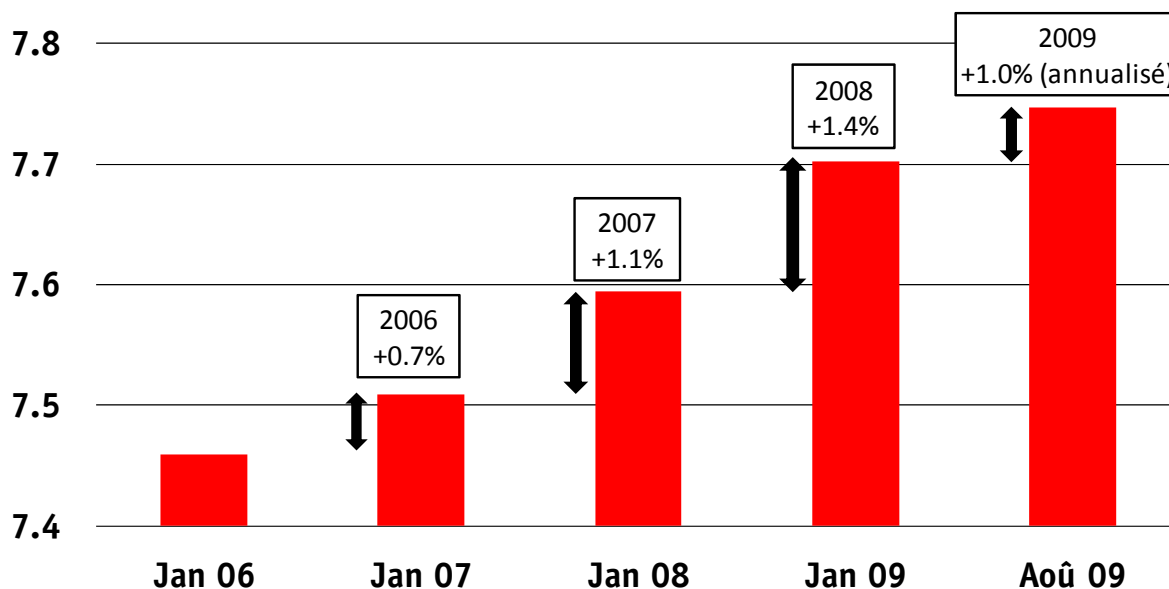


## Somme des salaires réels



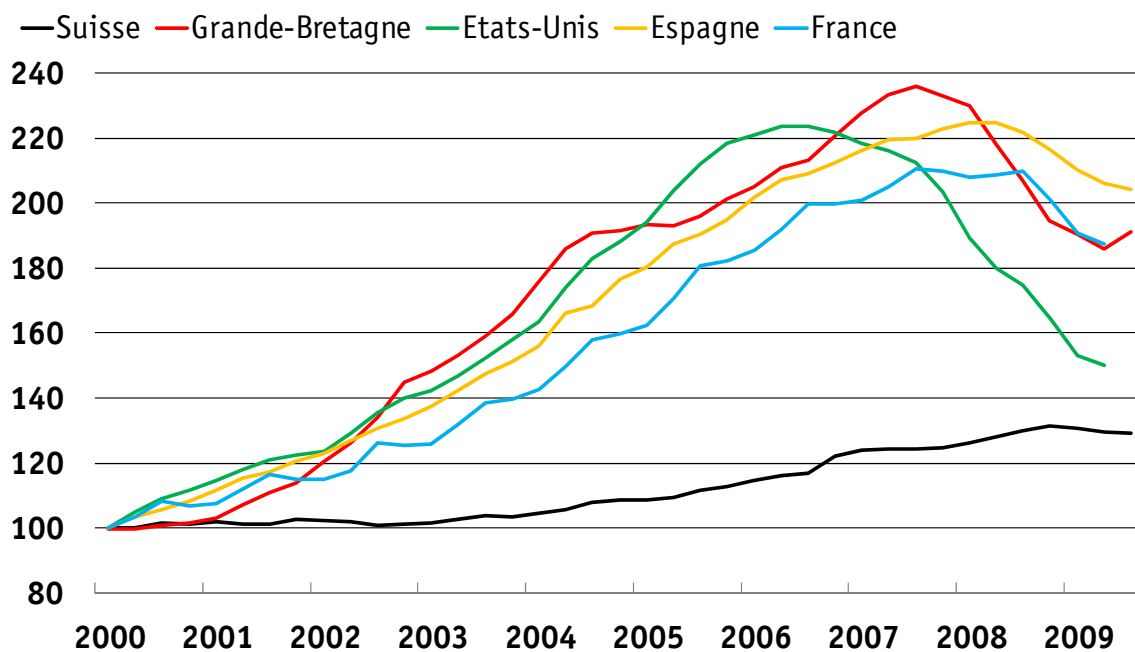
## Population résidente permanente en Suisse

En millions d'habitants



Source: OFS

## Evolution des prix de l'immobilier



Source: BNS, Datastream, CIFI

## Croissance des crédits

Crédits bancaires au secteur privé

— Suisse — Etats-Unis — Zone euro

En %

