

Conférence de presse

Zurich, le 11 décembre 2008

Remarques introductives de Jean-Pierre Roth

Notre évaluation de la situation conjoncturelle et monétaire a changé considérablement depuis notre examen de la situation du 18 septembre 2008. Déjà à l'époque, nous avons souligné que les risques liés à l'évolution de la conjoncture mondiale, des marchés financiers et du prix de l'énergie étaient importants. Nous avons relevé également que nos prévisions pour ce qui est de l'activité et du renchérissement en Suisse étaient entachées de grandes incertitudes. Nous avons annoncé vouloir observer attentivement l'évolution de la situation afin d'être à même d'agir rapidement en cas de besoin. Comme vous le savez, cette éventualité s'est réalisée depuis. Nous avons été amenés à relâcher sensiblement notre politique monétaire au fur et à mesure que les incertitudes s'estompaient et que la dégradation de la situation conjoncturelle se précisait. Nous avons baissé la marge de fluctuation du Libor une première fois de 25 points le 8 octobre, une deuxième fois de 50 points le 6 novembre et enfin une troisième fois le 20 novembre avec un ajustement de 100 points. Avec la nouvelle baisse décidée aujourd'hui, la marge de fluctuation du Libor se situe désormais entre 0% et 1%, ce qui dénote une politique monétaire résolument expansive. La conférence de presse d'aujourd'hui me donne l'occasion d'expliquer en détail les motivations de notre action.

Depuis notre examen du 18 septembre la situation a changé sur trois points fondamentaux. Premièrement, les perspectives conjoncturelles internationales se sont sérieusement détériorées, affectant fortement les prévisions pour l'économie suisse. Deuxièmement, la crise sur les marchés financiers s'est aggravée dès la mi-septembre. Enfin, les prix des matières premières et du pétrole se sont effondrés, conduisant, de pair avec la détérioration des perspectives conjoncturelles, à une amélioration nette des perspectives du renchérissement. Laissez-moi aborder ces trois points tour à tour.

Perspectives économiques internationales

En septembre, notre préoccupation était l'éventualité d'une forte baisse de la croissance dans les économies les plus avancées. Désormais, nous savons que l'activité économique se repliera simultanément aux États-Unis et en Europe, alors qu'elle va ralentir sensiblement dans les pays émergents. La question de savoir s'il faut parler ou non de récession dépend de la définition utilisée et n'est plus que d'ordre sémantique.

Aux États-Unis, le PIB devrait diminuer de manière substantielle pendant le trimestre en cours alors qu'il s'était déjà contracté légèrement au troisième trimestre. En effet la production industrielle, qui jusqu'ici avait fait preuve d'une stabilité étonnante, a chuté de 4% entre les mois de juillet et d'octobre. De plus, le chômage, qui lui aussi est

Zurich, le 11 décembre 2008

2

longtemps resté stable, a progressé rapidement pour atteindre 6,7% en novembre. Il s'agit là d'un niveau inégalé depuis 1994.

La détérioration soudaine de la situation est surtout le fait d'un recul des dépenses de consommation des ménages. Ces derniers ont vu leur situation financière se dégrader fortement suite à la baisse de valeur de leur patrimoine immobilier et financier alors même qu'ils ont dû, jusqu'à récemment, subir une érosion progressive de leur pouvoir d'achat par une hausse ininterrompue des prix de l'énergie. Si ceux-ci ont diminué depuis, la correction des prix dans le secteur immobilier, qui est à l'origine de la crise financière, et la baisse des cours boursiers continuent de déployer leurs effets.

En Europe, le PIB a reculé au troisième trimestre pour la seconde fois consécutive. Malgré la baisse récente du cours de l'euro, les exportations ont été touchées par l'affaiblissement de la demande mondiale. Cette évolution est vraie particulièrement pour l'Allemagne, qui est fortement dépendante des exportations. En entraînant une révision des plans d'extension des capacités de production dans l'industrie d'exportation d'abord, puis dans les industries situées en amont dans la chaîne de production ensuite, la chute des exportations a provoqué un repli de la demande d'investissement en équipement. De plus, dans certains pays, notamment en Espagne et en Irlande, la construction est affectée par une correction importante des prix des biens immobiliers.

La situation est plus hétérogène en Asie. Le Japon et certaines économies émergentes de la région n'échapperont probablement pas à une courte récession, mais dans l'ensemble, l'activité économique devrait continuer de progresser, quoique de manière moins forte que l'on ne pouvait le penser jusqu'à récemment. Par ailleurs, les économies émergentes d'Amérique latine et d'Europe de l'Est, jusqu'ici fortement dépendantes des afflux de capitaux, pourraient connaître un ralentissement marqué de leur croissance.

Ainsi, ce qui pour nous n'était encore qu'un scénario de risque lors de notre examen de la situation de septembre, est en train de se réaliser. Les économies avancées sont quasiment entrées en récession simultanée. La crise que traverse le secteur financier s'est finalement propagée au reste de l'économie. Avec la baisse de la demande mondiale, les prix des biens alimentaires, des matières premières et du pétrole se sont effondrés. Il s'agit là du revers positif de la médaille, puisque cette évolution va soutenir les revenus réels et la consommation de la plupart des pays.

Perspectives économiques en Suisse

L'économie suisse est bien entendu affectée par cette dégradation de l'environnement international. Lors de notre examen de septembre, nous tablions encore sur un ralentissement marqué de l'activité, la croissance du PIB restant toutefois positive en 2009. Désormais, nous prévoyons que la croissance sera négative, non seulement pendant les deux premiers trimestres de l'an prochain, mais également pour la moyenne de l'année 2009 toute entière. Toutes les composantes de la demande, à l'exception probablement de la consommation, devraient reculer.

Les exportations de biens d'investissement, dont le caractère cyclique de la demande est bien connu, vont être touchées. Dans la plupart des pays, les difficultés de vente et

Zurich, le 11 décembre 2008

3

d'écoulement, d'une part, et les restrictions des conditions de crédit, d'autre part, ont conduit à une révision à la baisse des plans d'investissement. Les Etats-Unis et l'Europe sont l'illustration de ce phénomène, mais une perte de vitesse est également observée dans les marchés émergents. Ces évolutions vont frapper de plein fouet nos exportations de biens d'équipement et de biens intermédiaires. L'effondrement de la demande de véhicules des constructeurs américains et européens se répercutera aussi sur leurs fournisseurs établis en Suisse. L'industrie des métaux, des machines et électronique a été la première à observer une nette correction des entrées de commandes.

En Suisse aussi les perspectives de baisse des ventes vont conduire à une révision des plans d'investissement. La demande domestique de biens d'équipements pourrait même être la composante de la demande finale à se replier le plus sévèrement. L'évolution est quelque peu différente pour ce qui est du secteur de la construction et sa composante la plus importante, l'investissement résidentiel. La construction de logements était déjà en repli ces dernières années, quoique la baisse des taux d'intérêt pourrait maintenant freiner cette évolution.

Tous ces facteurs ont produit une nette détérioration de la confiance des entrepreneurs, ce qui devrait freiner la création d'emplois dans notre pays. Le chômage va à nouveau croître.

La consommation devrait continuer à progresser, mais à un rythme nettement plus faible. L'indice de confiance des ménages s'est clairement replié au début du quatrième trimestre, reflétant les anticipations d'une précarisation de l'emploi. En revanche, la baisse inattendue de l'inflation va contribuer à une hausse des revenus réels qui va soutenir la consommation.

Pour l'ensemble de l'année 2009, la Banque nationale prévoit un repli du PIB réel. Ce recul devrait se situer entre 0,5% et 1%.

Evolution du cadre monétaire et financier

Comme je le rappelais en introduction, la marge de fluctuation du Libor à trois mois a déjà été abaissée de 175 points en trois étapes depuis notre examen de situation de septembre. Ces baisses successives se sont révélées nécessaires en raison d'une série de facteurs qui ont contribué à resserrer les conditions monétaires, alors que la dégradation de l'environnement économique en général aurait au contraire réclamé un assouplissement. Il suffit de mentionner ici la brève, mais violente envolée du franc en octobre ou l'augmentation des primes de risque de crédit sur les marchés obligataires. Ces tendances se sont en partie inversées depuis, mais la situation reste tendue. Ces observations illustrent une remarque plus générale: une évolution conjoncturelle défavorable doublée d'une crise financière peut entraver la transmission de la politique monétaire et donc compromettre son efficacité. L'effet expansif d'une baisse des taux d'intérêt peut s'en trouver atténué. Lorsque qu'un tel risque existe, les autorités monétaires doivent engager une action rapide et vigoureuse pour exercer l'influence désirée sur la demande finale. C'est ce que nous avons fait ces derniers mois.

Zurich, le 11 décembre 2008

4

Pour observer l'état des conditions d'octroi de crédit depuis l'éclatement de la crise financière, la Banque nationale mène régulièrement des enquêtes auprès des vingt principales banques suisses. En renseignant sur leurs intentions et leurs anticipations, ce sondage complète l'analyse des volumes de crédits. Dans la très large majorité des instituts sondés, aucune restriction des conditions de crédit n'a été annoncée au troisième trimestre. Seules 15% environ des banques admettent un léger resserrement de leurs pratiques.

Les données pour le mois d'octobre des volumes de crédit octroyés en Suisse confirment ce tableau. Les crédits hypothécaires progressent d'une manière régulière, dernièrement au taux de 3,4%. Les autres crédits croissent toujours fortement, mais à un rythme légèrement ralenti. Les grandes entreprises ont augmenté le taux d'utilisation de leurs lignes de crédits, ce qui résulte de leurs difficultés de se financer sur les marchés des capitaux. En résumé, il n'y a pas, pour le moment, lieu de parler d'un resserrement – ou *credit crunch* – de l'octroi des crédits. Cette situation favorable pourrait maintenant se détériorer comme on le constate à l'étranger.

Laissez-moi terminer cette deuxième partie de mon exposé par un rapide commentaire sur l'évolution des agrégats monétaires. Ces derniers, qui reculaient jusqu'à récemment, croissent à nouveau faiblement. Suite à la baisse des taux d'intérêt, nous nous attendons à ce que les agrégats monétaires progressent plus rapidement dans les mois qui viennent. Au vu de la forte demande de liquidité actuelle, une croissance monétaire accrue ne signalera pas pour autant une augmentation des risques inflationnistes. Ce n'est que si la croissance monétaire devait devenir excessive sur la durée que la stabilité des prix à moyen terme serait menacée.

Perspectives de renchérissement

Après la détérioration rapide de la conjoncture internationale et la crise des marchés financiers, le changement radical des perspectives de renchérissement est le troisième facteur qui explique notre politique de baisses successives des taux engagée dès octobre dernier. En effet, les risques inflationnistes se sont largement dissipés depuis notre dernier examen trimestriel de situation du 18 septembre, laissant à la politique monétaire une large marge de manœuvre, que nous avons résolument exploitée.

Comme vous le savez, l'inflation a dépassé en décembre dernier la limite des 2% au-delà de laquelle nous considérons que la stabilité des prix n'est plus satisfaite. L'augmentation rapide du renchérissement – une inflation zéro avait encore été observée au début de l'année 2007 – s'explique par l'effet conjugué d'une hausse quasi ininterrompue du prix du pétrole et de la bonne marche de l'économie. En juillet 2008, l'inflation a atteint une pointe de 3,1%, niveau qui n'avait plus été observé depuis 15 ans. Ce niveau était préoccupant parce qu'il risquait de modifier les anticipations inflationnistes des ménages, ce qui pouvait induire une forte poussée des salaires nominaux en fin d'année et favoriser par là une certaine persistance de l'inflation.

Mais ces deux facteurs responsables de la hausse récente du renchérissement se sont renversés depuis. Premièrement, le prix du pétrole s'est effondré pour passer en dessous de 50 dollars à la mi-novembre, après avoir atteint un maximum de 145 dollars début

Zurich, le 11 décembre 2008

5

juillet. La chute du prix du pétrole s'explique à la fois par une baisse de la demande au niveau mondial, suite à la détérioration conjoncturelle que nous venons de décrire, et par la dissolution de positions spéculatives. Deuxièmement, l'économie suisse va bientôt opérer en-dessous de son niveau potentiel et connaître une recrudescence du chômage. Cette situation sera une source de modération pour la détermination tant des prix que des salaires.

Nous prévoyons désormais – la présentation graphique viendra le confirmer dans un instant – que l'inflation va baisser de manière presque continue en 2009. Malgré les baisses de taux d'intérêt intervenues depuis octobre et celle décidée aujourd'hui, l'inflation restera basse en 2010 et en 2011. A cette date et à l'horizon de prévision actuel, les risques inflationnistes à la hausse et à la baisse sont devenus symétriques.

La décision de politique monétaire

Nous venons d'expliquer les motivations de notre politique monétaire récente: la conjoncture internationale s'est assombrie, ce qui va se répercuter sur l'économie suisse, dès ce trimestre et tout particulièrement l'an prochain. Les perspectives quant au renchérissement, par contre, se sont nettement améliorées. La Banque nationale a de ce fait vu sa marge de manœuvre s'élargir. Enfin, la crise du secteur financier comporte le risque d'une détérioration des conditions de financement de l'économie. Ce sont ces mêmes considérations qui motivent notre décision d'aujourd'hui d'abaisser la marge de fluctuation du Libor à trois mois de 50 points supplémentaires. Etant donné la détérioration attendue de la conjoncture en Suisse et les aléas liés à des délais de transmission longs et variables de la politique monétaire, une baisse de taux s'impose à nouveau. Par notre action, nous réduisons autant que possible le risque d'une dégradation plus sévère encore de la conjoncture.

Graphique présentant notre prévision d'inflation

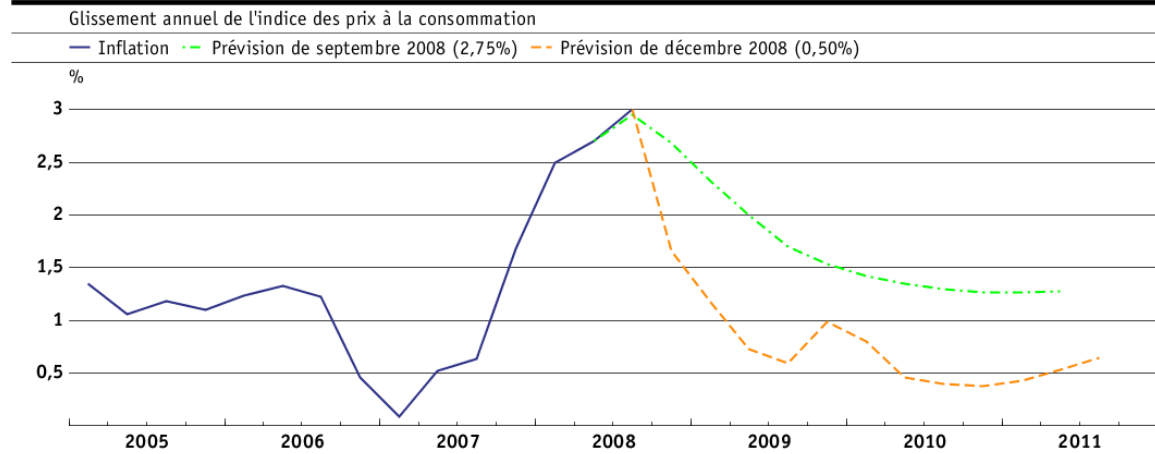
Comment notre prévision d'inflation a-t-elle été révisée? La nouvelle prévision est représentée sur le graphique par la courbe en tirets rouges. Celle-ci porte sur la période allant du quatrième trimestre de 2008 au troisième trimestre de 2011. Elle indique les perspectives en matière d'inflation en supposant que le Libor à trois mois soit maintenu inchangé à un niveau de 0,5% durant toute la période de prévision. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts est celle de l'examen de situation de septembre établie pour un Libor à trois mois de 2,75%.

La nouvelle prévision indique un repli rapide de l'inflation dans les prochains trimestres. Elle repasse en dessous de 2% dès le quatrième trimestre de cette année. Elle va continuer à reculer jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2009 au vu de l'évolution de la conjoncture, pour ensuite marquer un petit sursaut pendant deux trimestres en raison d'un effet de base provoqué par l'évolution du cours du pétrole. L'inflation chutera même davantage encore par la suite pour se situer aux alentours de 0,5% en 2010 avant d'augmenter modérément dans le courant de 2011. Cette légère reprise du renchérissement à la fin de 2011 s'explique par le fait qu'un Libor de 0,5% ne représente pas un niveau d'équilibre capable de garantir la stabilité des prix sur le long terme.

Zurich, le 11 décembre 2008

6

Prévisions d'inflation de septembre 2008, avec Libor à 2,75%, et de décembre 2008, avec Libor à 0,50%



Inflation observée (décembre 2008)

	2005				2006				2007				2008				2005	2006	2007
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	1,35	1,06	1,18	1,10	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00		1,2	1,1	0,7

Prévisions d'inflation de septembre 2008, avec Libor à 2,75%, et de décembre 2008, avec Libor à 0,50%

	2008				2009				2010				2011				2008	2009	2010
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de septembre 2008, Libor à 2,75%					2,96	2,69	2,32	2,00	1,70	1,54	1,42	1,35	1,30	1,27	1,27	1,28	2,7	1,9	1,3
Prévision de décembre 2008, Libor à 0,50%					1,66	1,17	0,73	0,59	0,99	0,80	0,45	0,40	0,38	0,43	0,54	0,64	2,5	0,9	0,5