

## Conférence de presse

Berne, le 18 juin 2009

### Remarques introductives de Jean-Pierre Roth

Notre politique monétaire a traversé trois phases depuis l'éclatement de la crise financière en août 2007.

Confrontés à une paralysie croissante du marché interbancaire, nous avons cherché tout d'abord à mettre l'économie suisse à l'abri d'une dégradation des conditions sur le marché du crédit. Dès le déclenchement de la crise, nous nous sommes opposés aux forces ascendantes exercées sur le taux Libor à trois mois en procédant à des baisses appropriées du taux repo. De septembre 2007 à septembre 2008, le Libor a pu être stabilisé à hauteur de 2,75%. Nous avons ainsi protégé notre économie d'une augmentation de taux d'intérêt résultant de la croissance des primes de risques sur le marché monétaire. Confiants dans l'effet modérateur que le repli conjoncturel n'allait manquer d'exercer sur l'évolution des prix, nous nous sommes abstenus d'adopter une politique plus restrictive bien que l'envolée du prix du pétrole ait exercé une influence haussière sur le renchérissement et risqué de déstabiliser les anticipations d'inflation.

La deuxième phase a commencé à l'automne de 2008 alors qu'apparaissaient les premiers signes d'une dégradation rapide de la conjoncture et que la crise financière s'aggravait fortement à la suite de la faillite de la banque d'investissement Lehman Brothers. Nous avons rapidement relâché notre politique monétaire en abaissant notre objectif pour le Libor de 225 points de base en l'espace de trois mois pour l'amener à un niveau d'environ 0,5%. Parallèlement, nous avons été appelés à stabiliser le secteur financier en nous engageant à reprendre un important portefeuille d'actifs illiquides de l'UBS. De plus, nous avons conclu des accords swaps euros contre francs suisses avec la Banque centrale européenne, la Banque nationale de Pologne et celle de Hongrie afin de faciliter le refinancement des banques ayant accordé des crédits hypothécaires en francs suisses dans ces deux pays. Ces swaps ont permis de contrecarrer la hausse du Libor générée par une demande additionnelle de francs suisses hors de notre champ habituel d'opération.

La troisième phase a commencé en mars 2009. La stabilité des prix était désormais menacée, non pas par le dérapage inflationniste temporaire de 2008 mais, au contraire, par le risque d'une baisse des prix au cours des trois prochaines années. Comme notre marge de manœuvre en matière de taux d'intérêt était désormais limitée, nous avons décidé d'engager des instruments non conventionnels afin de relâcher encore plus les conditions monétaires.

Berne, le 18 juin 2009

2

Comment la situation économique et financière a-t-elle évolué depuis notre examen de situation de mars dernier?

### **Perspectives économiques internationales**

L'activité économique mondiale s'est repliée plus fortement que prévu au cours du premier trimestre de cette année, en particulier en Europe et au Japon. Les indicateurs financiers et macroéconomiques récents révèlent cependant quelques signes positifs. Les indices boursiers se sont remis à croître. Le prix du pétrole, qui avait dévissé à partir de juillet 2008, progresse à nouveau depuis mars. Les primes de risques sur les marchés monétaires et sur les marchés des capitaux ont baissé. De plus, les indices de marche des affaires des entreprises et de confiance des ménages ont clairement repris une tendance haussière même s'ils se situent encore à des niveaux historiquement bas. L'effet conjugué de ces évolutions modifie notre appréciation des risques mais n'affecte pas notablement notre scénario de développement de l'économie mondiale. Nous continuons de penser que des taux de croissance positifs pourraient apparaître dans la deuxième partie de l'année aux Etats-Unis et au début de l'an prochain en Europe. Nous tablons toujours sur une reprise globale modeste qui ne permettra pas de résorber le degré élevé de sous-utilisation des capacités de production au cours des prochains trimestres. En conséquence, le chômage devrait continuer à progresser dans l'ensemble des pays avancés.

### **Perspectives économiques en Suisse**

Comme attendu, la conjoncture suisse a continué de se détériorer en début d'année. Au premier trimestre, le PIB s'est contracté de 3,2% en termes annualisés. Ce chiffre masque toutefois une baisse bien plus marquée de la demande finale. Comme au trimestre précédent déjà, une partie de la production a en effet été absorbée par une augmentation des stocks. La demande étrangère a connu une nouvelle chute et le taux d'utilisation des capacités de production s'est nettement replié dans le secteur manufacturier. De son côté, la demande domestique finale d'origine privée a stagné. Elle va en toute probabilité faiblir dans les mois à venir : les entreprises vont réduire les investissements en équipements et les dépenses des ménages vont être freinées par l'incertitude croissante sur le marché du travail. Le nombre de personnes touchées par le chômage partiel était en forte progression en début d'année et le chômage complet augmente régulièrement. Cette tendance devrait se maintenir dans les prochains mois, car les indicateurs avancés de la demande de travail sont en net repli.

On peut toutefois espérer que les signes d'amélioration perçus à l'étranger se transmettent progressivement à l'économie suisse. A partir du deuxième trimestre, le rythme de contraction des exportations devrait diminuer. En raison de l'affaiblissement de la demande domestique, d'une part, et du processus de déstockage, d'autre part, la croissance économique devrait toutefois demeurer négative au cours des prochains trimestres. Sur l'ensemble de l'année 2009, la Banque nationale continue de tableur sur un recul du PIB compris entre 2,5% et 3%. Ces chiffres restent encore relativement modérés en comparaison internationale, car notre pays profite de la bonne diversification et de la relative flexibilité de son économie. Je tiens toutefois à souligner que les risques qui entourent notre prévision sont clairement orientés vers le bas.

Berne, le 18 juin 2009

3

## **Evolution du cadre monétaire et financier**

Comment les conditions monétaires et financières ont-elles évolué depuis l'examen de la situation de mars ? Commençons, dans un premier volet, par analyser l'évolution des taux d'intérêt sur les marchés monétaire et des capitaux et celle des cours des devises sur le marché des changes.

Sur le marché monétaire, le Libor à trois mois a baissé, mais pas autant que nous le souhaitions. Il se situe autour de 40 points de base, freiné dans sa chute par le niveau des primes de risque. L'objectif reste, comme annoncé en mars, « d'amener progressivement le Libor dans la zone inférieure de la nouvelle marge de fluctuation, soit autour de 0,25% ». Les progrès seront lents, car la politique monétaire ne peut agir sur les primes de risque que d'une manière indirecte, par exemple en promouvant un climat de plus grande confiance dans le secteur bancaire.

Le marché des capitaux a été soumis, lui, à deux forces contraires. D'une part, les taux d'intérêt à long terme, influencés par l'évolution internationale, ont légèrement augmenté. Dans ce mouvement se reflète un regain d'optimisme conjoncturel, des craintes inflationnistes et les besoins accrus en capitaux du secteur public. D'autre part, les primes de risques ont légèrement diminué. Elles demeurent cependant élevées et les baisses intervenues ont en outre été disparates, touchant sélectivement les entreprises selon leur branche, les débiteurs selon leur qualité, et les obligations selon leur maturité.

De novembre 2007 à mars 2009, le franc s'était apprécié de manière importante de 10% (en termes pondérés par les flux commerciaux) et de 11% face à l'euro. Malgré les baisses des taux d'intérêt intervenues entre octobre et décembre de l'an dernier, le renforcement du franc avait entraîné un resserrement malvenu des conditions monétaires. Au vu de cette évolution, nous avons décidé, lors de notre examen de situation de mars, d'empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro en achetant des devises sur le marché des changes. Notre objectif a été atteint : le franc a cessé de s'apprécier par rapport à l'euro depuis lors et sa volatilité par rapport à la monnaie européenne a nettement diminué.

Venons-en maintenant à l'analyse des conditions monétaires en termes de volumes, c'est-à-dire l'analyse des crédits et des agrégats monétaires. Les crédits dans leur totalité continuent de croître à un taux annuel de plus de 3%. Ce chiffre recouvre cependant des évolutions contraires. D'une part, les crédits hypothécaires progressent de plus en plus rapidement depuis novembre ; leur taux de croissance était de 3,6% en décembre et de 4,2% en avril, une accélération que l'on peut attribuer à la baisse du Libor. D'autre part, les autres crédits, toutes monnaies confondues, ont commencé à reculer en avril (-0,8%) comme on pouvait s'y attendre dans cette phase du cycle économique. Cependant, les autres crédits accordés en francs ont continué de progresser à un rythme de 1,2% alors même que leur niveau était déjà relativement élevé. Pour ce qui est des crédits octroyés aux entreprises privées, ils croissent au taux de 10,2% au premier trimestre de 2009 par rapport au premier trimestre 2008. Nous ne discernons donc aucune indication d'un rationnement du crédit bancaire (« credit crunch ») en Suisse. Evidemment, comme la qualité de certains débiteurs diminue en période de récession, un resserrement cyclique

Berne, le 18 juin 2009

4

des conditions d'octroi des crédits est inévitable mais on ne saurait l'assimiler à un « credit crunch ».

Ces informations statistiques sont confirmées par l'enquête trimestrielle concernant les conditions d'octroi des crédits auprès des 20 banques les plus importantes de Suisse que la Banque nationale effectue depuis le début de 2008. Il ressort de cette étude qu'un tiers des banques interrogées ont resserré légèrement leurs conditions d'octroi de crédits. Cette proportion est un peu plus élevée pour les crédits accordés aux grandes entreprises que pour ceux accordés aux petites et moyennes entreprises.

En résumé, la situation sur le marché des crédits bancaires continue de rester relativement détendue et clairement meilleure qu'aux Etats-Unis et dans la zone euro. Une détérioration ne peut cependant pas être exclue à l'avenir.

Venons-en à l'analyse monétaire. La demande de liquidités sur le marché interbancaire a augmenté substantiellement depuis maintenant plus de dix-huit mois et, comme je l'ai déjà mentionné auparavant, la perte de confiance entre banques a paralysé le fonctionnement du marché. La Banque nationale a dû se substituer aux banques créancières réticentes et alimenter généreusement le marché en liquidités par une expansion considérable de ses crédits repos. De plus, l'achat de devises sur les marchés des changes, d'obligations de débiteurs privés ainsi que la mise à disposition de francs suisses par les accords swaps passés avec la Banque centrale européenne et les banques centrales de Pologne et de Hongrie ont créé des liquidités supplémentaires. La base monétaire a ainsi crû en mai de 132% en l'espace d'une année. Elle atteint désormais 105 milliards de francs. Le danger inflationniste à moyen et long terme d'une telle création de monnaie centrale reste limité, car nous serons en mesure de la résorber rapidement, par un ralentissement de nos crédits ou par une émission de bons, dès que la confiance sera revenue sur les marchés.

Les liquidités thésaurisées par les banques pourraient cependant donner lieu à une création monétaire excessive au travers d'une dilatation massive du crédit bancaire. La croissance des agrégats monétaires étroits M1 et M2, qui sont très sensibles aux variations de taux d'intérêt, ont dépassé respectivement 40% et 30% en mai. Cette forte croissance reflète essentiellement la préférence du public pour les actifs monétaires les plus liquides au détriment des dépôts à terme, en raison des incertitudes financières et de la baisse des taux d'intérêt. L'agrégat monétaire M3, qui contient ces effets de substitution, a continué de croître à un taux plus mesuré de 4,2% en mai, ce qui montre que la création de monnaie centrale est restée thésaurisée au niveau interbancaire et qu'elle ne s'est pas encore transmise au reste de l'économie. La politique monétaire doit veiller à ce que le niveau des agrégats monétaires ne devienne pas excessif de manière durable. Les indicateurs que nous suivons montrent que tel n'est pas le cas pour le moment.

### **Inflation et risques inflationnistes**

Le renchérissement a évolué en ligne avec nos attentes. L'inflation a été nulle au premier trimestre alors que nous attendions 0,1%. Nos prévisions restent dans l'ensemble inchangées pour l'année en cours : l'inflation restera négative pour le reste de 2009. Cela est dû essentiellement aux prix des biens importés qui sont en baisse par rapport à leur

Berne, le 18 juin 2009

5

niveau élevé de l'an passé. Le renchérissement des biens et services domestiques, tout en s'affaiblissant au cours de l'année, restera toutefois supérieur à 1%.

Les perspectives pour les années suivantes ont été quelque peu révisées à la hausse. Nous y reviendrons dans quelques instants.

### **La décision de politique monétaire**

Lors de notre examen de situation de mars dernier, nous avons identifié certains éléments qui nous laissaient entrevoir un renchérissement négatif pour 2009 et un risque de déflation pour les années 2010 et 2011. Face à ce danger, nous avons relâché les conditions monétaires en engageant des moyens supplémentaires. Nous avons diminué la marge de fluctuation du Libor à 3 mois de 25 points de base à 0%-0,75% en visant un niveau de 0,25%. Pour cela nous avons accordé des crédits repos à plus long terme et conclu des swaps sur devises. Pour empêcher une nouvelle appréciation du franc par rapport à la monnaie européenne, nous avons acheté des devises sur les marchés des changes et nous avons acquis des obligations de débiteurs privés pour influencer à la baisse les primes de risques sur le marché des capitaux. Ces opérations ont, dans l'ensemble, atteint leur objectif; la situation se normalise progressivement mais reste encore très fragile. Les risques sont toujours orientés clairement à la baisse et sont importants. Dans ces conditions, et au vu de la prévision d'inflation, nous estimons que le temps d'une correction n'est pas encore venu mais qu'un relâchement supplémentaire des conditions monétaires n'est pas nécessaire non plus. Aussi avons-nous décidé, aujourd'hui, de poursuivre notre politique monétaire expansive en laissant en vigueur l'ensemble des mesures mises en place le 12 mars dernier.

### **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 deuxième trimestre de 2009 au premier trimestre de 2012. Elle présente les perspectives en matière d'inflation en supposant que le Libor à trois mois est maintenu inchangé à un niveau de 0,25% durant toute la période de prévision. A titre de comparaison, la courbe en points et tirets verts est celle de l'examen de la situation de mars qui avait également été établie avec un Libor à trois mois de 0,25%.

La nouvelle prévision indique toujours une inflation négative pour 2009 mais avec une très légère correction à la hausse. Cette dernière s'explique par la reprise récente des prix des énergies fossiles et des matières premières en général. En moyenne sur l'année, le renchérissement restera cependant négatif au taux annuel inchangé de -0,5%. Pour 2010, la hausse des prix devrait redevenir légèrement positive et pourrait être un peu supérieure à celle prévue en mars dernier. La raison est à chercher dans une inflation domestique qui, quoique décroissante, avoisinera 1% au tournant de l'année et dans une déflation importée qui s'estompera un peu plus rapidement. Enfin, pour 2011, la nouvelle prévision montre que le renchérissement s'accélère quelque peu en fin d'horizon de prévision si le taux Libor devait rester au niveau aussi bas que celui qui est visé aujourd'hui. On voit ainsi que le Libor ne pourra pas rester fixé indéfiniment à 0,25%. Mais, comme le montre aussi notre prévision, il serait tout autant contre-indiqué de le relever maintenant, car les

Berne, le 18 juin 2009

6

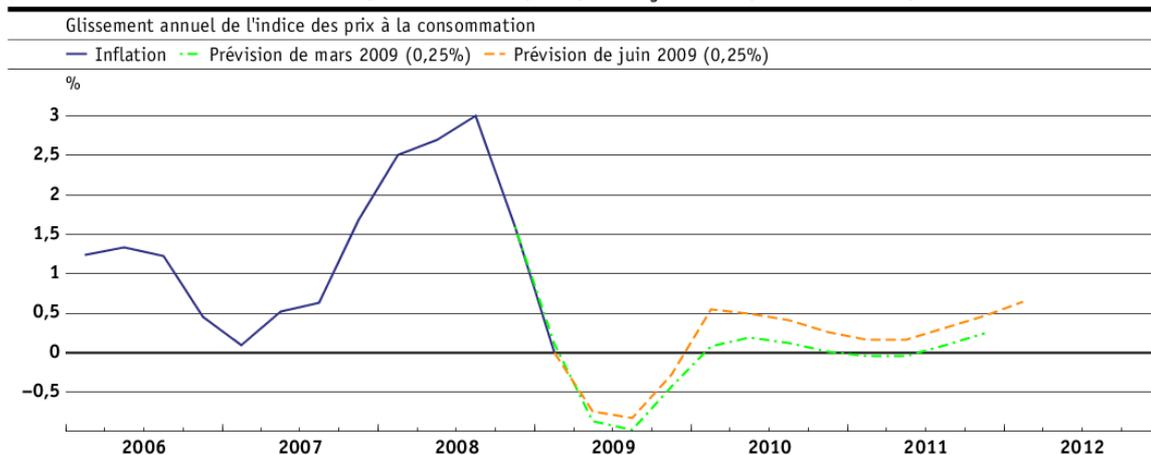
très faibles taux d'inflation attendus pour 2010 et 2011 (0,4% et 0,3% respectivement) signalent que le risque de déflation n'a pas complètement disparu.

En continuant d'orienter nos décisions à l'aide d'une prévision d'inflation, nous nous assurons que les mesures exceptionnelles actuellement en vigueur ne compromettent pas la stabilité des prix à moyen et long terme.

Berne, le 18 juin 2009

7

Prévisions d'inflation de mars 2009, avec Libor à 0,25%, et de juin 2009, avec Libor à 0,25%



Inflation observée (juin 2009)

	2006				2007				2008				2009				2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Inflation	1,23	1,33	1,22	0,46	0,09	0,52	0,63	1,68	2,50	2,70	3,00	1,60	0,00				1,1	0,7	2,5

Prévisions d'inflation de mars 2009, avec Libor à 0,25%, et de juin 2009, avec Libor à 0,25%

	2009				2010				2011				2012				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prévision de mars 2009, Libor à 0,25%	0,10	-0,86	-0,98	-0,43	0,09	0,19	0,13	0,01	-0,05	-0,04	0,10	0,25					-0,5	0,1	0,1
Prévision de juin 2009, Libor à 0,25%		-0,74	-0,83	-0,28	0,55	0,50	0,40	0,26	0,16	0,17	0,31	0,46	0,65				-0,5	0,4	0,3