

## Communication

Case postale, CH-8022 Zurich  
Téléphone +41 44 631 31 11  
Fax +41 44 631 39 10

Zurich, le 12 mars 2009

# Appréciation de la situation économique et monétaire du 12 mars 2009

## La Banque nationale suisse relâche résolument les conditions monétaires

La situation économique s'est fortement détériorée depuis décembre dernier et l'inflation risque d'être négative au cours des trois prochaines années. Ces circonstances requièrent un relâchement résolu des conditions monétaires. La Banque nationale suisse a donc décidé de provoquer une nouvelle baisse des taux d'intérêt et d'empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro. A cette fin, elle augmentera substantiellement la liquidité par le canal des opérations repos, par l'acquisition d'obligations en francs suisses de débiteurs privés et par l'achat de devises sur les marchés des changes.

La Banque nationale abaisse de 0,25 point la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs, marge qui passe ainsi, avec effet immédiat, à 0%–0,75%. Elle va tout entreprendre pour amener progressivement le Libor dans la zone inférieure de la nouvelle marge de fluctuation, soit autour de 0,25%. La largeur de la marge de fluctuation du Libor passe ainsi à 75 points de base contre 100 points de base précédemment.

Avec ces mesures à caractère exceptionnel, la Banque nationale contribue à apaiser les effets de la crise économique et financière et veut limiter le risque de déflation. La Banque nationale a pour mandat d'assurer la stabilité des prix tout en tenant compte de la situation conjoncturelle. Cela signifie la prévention tant de la déflation que de l'inflation. Dans l'exécution de ce mandat, la Banque nationale continuera, comme par le passé, à s'orienter à l'aide d'une prévision d'inflation.

La conjoncture mondiale a ralenti de façon marquée et simultanée au quatrième trimestre de l'année passée, et il y a tout lieu de penser que la dégradation s'est poursuivie ces deux derniers mois. L'économie suisse est frappée de plein fouet par cette évolution qui touche pratiquement tous les secteurs, mais tout particulièrement le secteur des exportations. La Banque nationale abaisse dès lors sa prévision de croissance du PIB pour l'année en cours. Elle s'attend désormais à un recul du PIB réel de 2,5% à 3%.

12 mars 2009

2

La dégradation rapide de la situation conjoncturelle et la baisse des prix des matières premières ont aussi conduit à une nette révision, vers le bas, de la prévision d'inflation. Le renchérissement annuel moyen sera de -0,5% en 2009. Avec les mesures prises aujourd'hui, la Banque nationale table sur un renchérissement annuel moyen proche de zéro pour les deux années suivantes.

Les perspectives en matière de renchérissement nécessitent une action résolue de la Banque nationale. En abaissant une nouvelle fois la marge de fluctuation du Libor à trois mois en francs et en empêchant une appréciation supplémentaire du franc par rapport à l'euro, la Banque nationale entend contrecarrer les risques de déflation et d'aggravation massive de la situation économique.

### **Perspectives économiques internationales**

L'activité économique s'est repliée fortement aux Etats-Unis où la consommation et les exportations ont chuté. La contraction a été importante en Europe aussi. Les pays d'Asie, loin de pouvoir se soustraire à cette évolution, sont également très affectés. La crise, qui a débuté sur les marchés financiers des pays développés, s'est étendue au secteur réel et frappe maintenant toute l'économie mondiale. La Banque nationale a donc substantiellement révisé à la baisse ses prévisions de croissance des grandes économies pour l'année en cours.

### **Perspectives économiques en Suisse**

En Suisse aussi, la situation conjoncturelle a connu une très nette et rapide dégradation ces six derniers mois. Au quatrième trimestre 2008, le PIB réel s'est replié de 1,2% en termes annualisés. Certes, la contraction de l'activité apparaît moins marquée en Suisse que dans les principaux pays européens. Ce chiffre masque toutefois l'importance de l'effondrement de la demande internationale, en particulier dans le domaine des produits manufacturiers, et la forte chute des exportations qui s'en est suivie. Les dépenses en équipement des entreprises ont été sensiblement réduites. Les investissements en construction ont aussi évolué négativement. La demande finale s'est ainsi repliée de manière significative.

L'ampleur de la contraction de la demande au quatrième trimestre 2008 a été inattendue. L'augmentation involontaire des stocks qui en a découlé a contribué artificiellement à la croissance du PIB. Ce phénomène devrait se renverser au premier trimestre de cette année. La Banque nationale table de ce fait sur une accentuation de la contraction du PIB dans la première partie de 2009.

Le nombre de chômeurs a recommencé de croître depuis le mois de septembre. Cette tendance va se poursuivre dans les mois à venir. Le climat d'incertitude qui en résultera va inciter les ménages à la prudence et entraîner un tassement des dépenses de consommation. Par ailleurs, la faiblesse de la demande mondiale devrait continuer de peser sur les exportations suisses, ce qui poussera les entreprises à reporter ou à reconsidérer leurs plans d'investissement. Par contre, les conditions de financement favorables devraient encore soutenir les investissements en logements. De plus, les

12 mars 2009

3

dépenses publiques vont jouer un rôle anticyclique. En raison de l'aggravation de la récession au niveau international, la BNS table désormais sur une contraction du PIB de 2,5% à 3% pour l'année en cours.

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

La Banque nationale suisse a baissé d'une manière résolue le Libor de 225 points de base durant le quatrième trimestre de l'an passé. Cette impulsion de politique monétaire va continuer à se transmettre progressivement à l'économie. Les taux d'intérêt à court terme ont baissé et la courbe des taux est devenue plus raide. Toutefois, les primes de risque ont augmenté substantiellement sur les marchés des capitaux depuis la faillite de la banque Lehman Brothers, ce qui entrave la transmission des impulsions de politique monétaire. Cette situation conduit la Banque nationale à acquérir des obligations en francs suisses de débiteurs privés afin de provoquer un relâchement des conditions sur le marché des capitaux.

La valeur du franc a nettement progressé depuis le déclenchement de la crise en août 2007. Ce mouvement s'est renforcé depuis notre examen de la situation de décembre, ce qui représente un resserrement malvenu des conditions monétaires dans les circonstances présentes. Vu cette évolution, la Banque nationale a décidé d'acheter des devises sur le marché des changes pour empêcher une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro.

Les taux de croissance des agrégats monétaires M1 et M2 sont importants. Celui de l'agrégat monétaire M3 reste modéré. Par contre, la monnaie de banque centrale a presque doublé de volume en une année. Cette évolution reflète les efforts de la Banque nationale visant à pourvoir le marché interbancaire en liquidités suffisantes. Elle répond à l'énorme accroissement de la demande en liquidités de l'économie dû au climat d'incertitude. Si cette demande n'avait pas été satisfaite, il en aurait résulté une augmentation indésirable des taux d'intérêt.

La Banque nationale effectue depuis le début de l'année 2008 une enquête trimestrielle qualitative auprès de 20 banques qui couvrent, ensemble, la majeure partie du marché des crédits domestiques. L'enquête effectuée en janvier 2009 montre que certaines banques ont légèrement resserré leurs conditions d'octroi de crédits. De plus, le nombre de banques qui s'attendent à resserrer leurs conditions dans un avenir proche a augmenté. Sur le plan quantitatif, les statistiques confirment une baisse de la croissance de l'encours total des crédits. Elles ne montrent pas de repli. Les crédits hypothécaires échappent à cette évolution. Leur taux de croissance augmente depuis novembre, atteignant 3,8% en janvier. Il est encore trop tôt pour savoir s'il s'agit là d'un effet lié à la baisse du Libor, comme on l'avait déjà observé dans le passé. Le taux de croissance des autres crédits a, par contre, fortement diminué. Celui-ci était de 5,8% en janvier, alors qu'il dépassait 20% il y a un an. Cette catégorie de crédits est fortement cyclique et liée à l'évolution de la conjoncture. Les autres crédits devraient, de ce fait, décroître dans un futur proche. Dans l'ensemble, l'évolution de la situation sur le marché du crédit n'est pas comparable à celle que l'on observe à l'étranger.

12 mars 2009

4

## **Inflation et risque inflationniste**

Après avoir atteint une pointe de 3,1% en juillet dernier, l'inflation est retombée à 0,2% en février. La baisse spectaculaire du prix du baril de pétrole, qui est passé de 145 à près de 40 dollars dans le même laps de temps, ainsi que l'appréciation du franc expliquent cette évolution. L'inflation va poursuivre sa décroissance et devenir négative courant 2009. Cela est dû aux prix des biens et services importés, en particulier du pétrole, qui seront meilleur marché cette année, comparés à leurs niveaux élevés de l'an passé. Par contre, le renchérissement des biens et services domestiques, tout en s'affaiblissant au cours de l'année, sera positif en 2009.

Pour 2010 et 2011, l'inflation restera très proche de zéro parce que la production évoluera sous son niveau potentiel et que le taux de chômage sera élevé. Une détérioration plus forte que prévu de la conjoncture pourrait entraîner un risque d'inflation négative.

## **La décision de politique monétaire**

Une inflation négative durable n'est pas compatible avec l'objectif de maintien de la stabilité des prix à moyen terme. Dans cet environnement déprimé, tout resserrement des conditions monétaires est malvenu. En abaissant une nouvelle fois la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs à 0%–0,75%, en amenant progressivement le Libor dans la zone inférieure de cette marge, soit autour de 0,25%, et en empêchant une appréciation supplémentaire du franc face à l'euro, la Banque nationale poursuit sa politique monétaire expansionniste pour soutenir la conjoncture et limiter le risque de déflation. Le rétrécissement temporaire de la marge de fluctuation du Libor, qui est désormais de 75 points de base contre 100 points de base habituellement, s'explique par l'impossibilité technique d'un taux Libor négatif.

## **Graphique présentant notre prévision d'inflation**

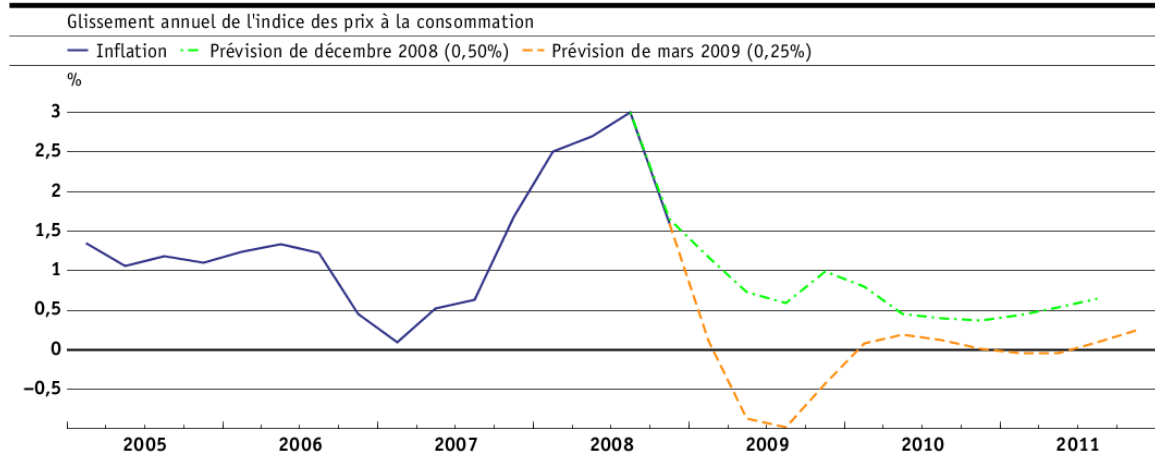
La nouvelle prévision d'inflation (voir courbe en tirets rouges du graphique) couvre la période allant du premier trimestre 2009 au quatrième trimestre 2011. Alors que la prévision antérieure (voir courbe verte en tirets et points) reposait sur l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu constant à 0,5%, la nouvelle courbe se réfère à un taux fixé à 0,25%. Elle signale une inflation fortement négative en 2009. Celle-ci est essentiellement due à l'évolution du prix du pétrole (effet de base). En 2010 et en 2011, l'inflation demeure très faible, malgré un Libor de 0,25%. Ceci s'explique par l'évolution conjoncturelle défavorable. L'inflation augmente légèrement à la fin de 2011. Cette légère reprise du renchérissement s'explique par le fait qu'un Libor de 0,25% ne représente pas un niveau d'équilibre capable de garantir la stabilité des prix à plus long terme.



12 mars 2009

5

Prévisions d'inflation de décembre 2008, avec Libor à 0,50%, et de mars 2009, avec Libor à 0,25%



Inflation observée (mars 2009)

	2005				2006				2007				2008				2009	2006	2007	2008
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4				
Inflation	1,35	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	1,60	1,2	1,1	0,7	2,5

Prévisions d'inflation de décembre 2008, avec Libor à 0,50%, et de mars 2009, avec Libor à 0,25%

	2008				2009				2010				2011				2009	2010	2011
	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4	T1	T2	T3	T4			
Prédiction 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	0,9	0,5	
Prédiction 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