

**Embargo: mercredi 3 décembre 2008, 17h30**

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK 

# **Quinze mois de crise financière**

## **Etat des lieux**

**Exposé de**

**Jean-Pierre Roth**

**Président de la Direction générale**

**de la**

**Banque nationale suisse**

**Associazione Bancaria Ticinese**

**Centro di Studi Bancari, Vezia**

**le 3 décembre 2008**

3 décembre 2008

2

La crise financière a éclaté il y a maintenant un peu plus de quinze mois. Le secteur financier a traversé des turbulences dont l'ampleur a dépassé toutes les prévisions. Les marchés, déjà éprouvés par les difficultés du secteur hypothécaire américain, ont été fortement déstabilisés par la faillite de Lehman Brothers à la mi-septembre. En témoignent notamment la progression anormale des rémunérations servies sur les marchés monétaires et interbancaires, le raccourcissement des maturités ainsi que la disparition de certains segments de marché. Dans la foulée, la plupart des places boursières ont décroché, perdant environ 20% entre la fin du mois de septembre et aujourd'hui.

Jusqu'ici, toute notre attention a été captée par les problèmes du secteur bancaire, l'économie réelle semblant passer sans trop de dommages au travers de cette période difficile. Aujourd'hui, il faut se rendre à l'évidence que cette image est trompeuse et qu'une détérioration marquée de la situation se manifeste aussi dans le secteur non-financier, ce qui pourrait amener de nouveaux défis à l'horizon 2009. Faisons un état des lieux:

## **1. Conjoncture internationale**

### **Etats-Unis**

C'est maintenant une certitude, l'économie américaine est entrée en récession. Le PIB s'est légèrement contracté au troisième trimestre et nous nous attendons à une diminution substantielle pour le dernier trimestre de l'année. Le secteur manufacturier et le marché du travail, qui avaient tous les deux connu une stabilité étonnante jusqu'à présent, ont fait l'objet d'une correction brutale: la production industrielle a chuté de près de 4% entre juillet et octobre et le chômage a progressé rapidement pour atteindre 6,5%, un niveau inégalé depuis 1994.

La détérioration soudaine de la situation est à mettre sur le compte d'un affaiblissement de la demande étrangère, mais surtout d'un recul des dépenses de consommation des ménages. Ces derniers ont en effet vu leur situation financière se dégrader fortement suite

3 décembre 2008

3

à la baisse de valeur de leur patrimoine immobilier et financier, alors même qu'ils devaient subir l'érosion de leur pouvoir d'achat à cause de la hausse ininterrompue (jusqu'à récemment) des prix de l'énergie et de la baisse du dollar. Aux Etats-Unis, le rôle central joué par la dépense des ménages dans la dynamique actuelle du cycle est inhabituel car les périodes récessives sont plutôt marquées par une correction de l'investissement et des stocks des entreprises. Cette observation est importante pour juger de l'évolution probable de la conjoncture au cours des prochains trimestres. La retenue dont ont fait preuve les entreprises en ce qui concerne la constitution de capital fixe au cours de la phase haussière du cycle devrait réduire la probabilité de fluctuation extrême de l'investissement. Par contre, les difficultés des ménages américains et, en particulier, leur haut niveau d'endettement devraient freiner le rythme de la reprise. Une récession en forme de «U» nous paraît probable. La demande va se raffermir en 2009, mais beaucoup plus lentement que ce que nous avons pu observer dans les reprises conjoncturelles du passé.

### **Zone euro**

La dégradation de la situation économique au sein de la zone euro a été brutale. Le PIB a reculé au troisième trimestre pour la seconde période consécutive. La décrue des indices de marche des affaires dans l'industrie et les services, que l'on observe depuis plus d'un an, s'est intensifiée fortement à la fin de l'été, ce qui ne présage rien de bon pour les mois à venir. Ces indices se trouvent actuellement à des niveaux largement en-dessous de leur moyenne historique.

Investissements et exportations apparaissent comme les composantes les plus touchées, alors qu'elles constituaient jusqu'à présent les piliers de la croissance. La crise financière et son impact sur l'incertitude et les conditions de financement sont largement responsables de la baisse marquée des entrées de commandes dans l'industrie, en particulier en Allemagne. De plus, on observe une intensification de la correction sur certains marchés immobiliers, notamment en Espagne et en Irlande. La France apparaît également comme fragilisée.

3 décembre 2008

4

Contrairement à la situation aux Etats-Unis, la consommation en Europe devrait jouer un rôle stabilisateur. L'abaissement spectaculaire du chômage, en partie d'ordre structurel lors de la phase d'expansion, conjugué à la bonne maîtrise passée des coûts du travail devraient contribuer à soutenir le marché du travail. De plus, l'effondrement des prix des matières premières dégage des gains de pouvoir d'achat, élément particulièrement important dans la détermination du volume des dépenses de consommation en Europe.

En résumé, nous tablons désormais sur une croissance négative de la zone euro en 2009, suivie d'une reprise graduelle, soutenue en partie par la dépréciation de l'euro. L'Allemagne, notre principal partenaire commercial, sera sévèrement touché.

### **Asie et pays nouvellement industrialisés**

Grâce à la Chine, l'Asie aborde la crise dans une posture moins défavorable. Le Japon et certaines économies émergentes de la région ne devraient pas échapper à une courte récession provoquée par le brusque ralentissement de la demande étrangère. Dans l'ensemble, l'activité continuera cependant de progresser, quoiqu'à un rythme plus faible. La décélération significative de l'économie chinoise au troisième trimestre est à mettre en partie sur le compte des restrictions d'activité lors des jeux olympiques. Les autorités chinoises ont récemment assoupli leur politique monétaire et fiscale de façon énergique, affichant leur volonté, d'une part, de ne pas laisser glisser la croissance intérieure en dessous de 8% et, d'autre part, de contribuer à soutenir la demande mondiale de biens et services.

D'une manière générale, les pays ayant connu une expansion rapide ces dernières années vont subir sévèrement le contrecoup de la crise financière. Ceux qui connaissaient de forts déséquilibres de leurs paiements extérieurs courants seront particulièrement affectés. Ils ne pourront plus compter sur des afflux massifs de capitaux comme par le passé, ce qui va mettre leur monnaie sous pression. Nous voyons maintenant les tensions augmenter sur différents fronts, notamment en Europe de l'Est.

3 décembre 2008

5

### **Inflation et politiques monétaires**

La détérioration des perspectives de croissance, associée à la chute des prix des matières premières et au recul de l'inflation, ont amené la plupart des banques centrales à adopter une politique monétaire plus accommodante. Au début du mois d'octobre, la Réserve fédérale, la BCE, la Banque d'Angleterre, la Banque du Canada, la Banque de Suède et la BNS ont coordonné une baisse de 50 points de base de leurs taux d'intérêt. La plupart de ces instituts ont récidivé depuis. Ils ont par ailleurs renforcé leurs mesures exceptionnelles de soutien, notamment en offrant un volume illimité de liquidités en monnaie locale et en procédant à des swaps entre banques centrales pour offrir au marché les devises nécessaires. Les effets sont tangibles. Le niveau global des coûts de financement, particulièrement pour les échéances à court et à moyen termes, est nettement en-dessous des valeurs observées en septembre et a fortiori au début de la crise, pendant l'été 2007.

## **2. Les perspectives conjoncturelles en Suisse**

La Suisse s'est jusqu'ici sensiblement mieux portée que nos principaux partenaires commerciaux. Au deuxième trimestre, le PIB suisse a continué de progresser, alors qu'il s'affichait déjà en recul en Europe et plus particulièrement en Allemagne. Cette divergence s'est probablement prolongée au troisième trimestre: il nous paraît probable que la Suisse ait échappé à une contraction de son PIB. Ce résultat est étonnant compte tenu de l'importance du secteur financier dans notre pays. Il s'explique à nos yeux par deux éléments fondamentaux. D'une part, le bon état de santé du marché du travail – grâce aussi aux accords bilatéraux – a fourni un important soutien à la consommation privée. D'autre part, notre économie n'a pas été touchée par une correction du marché immobilier.

Cela dit, l'économie suisse n'est pas épargnée par la dégradation de l'environnement international. En septembre dernier, notre scénario à l'horizon 2009 était celui d'un ralentissement marqué de l'activité dans les prochains mois, qui ne retenait pas l'hypothèse d'une récession. Nous tablions alors sur une croissance de 0,6% du PIB. 2008 étant caractérisée chez nous par un niveau élevé d'utilisation des capacités techniques de

3 décembre 2008

6

production et des difficultés croissantes à embaucher, un certain tassement de l'activité pouvait même être considéré comme bienvenu. Il devait ramener progressivement le taux d'inflation sous la barre des 2%, soit dans la zone de stabilité des prix.

Les chocs intervenus à partir du mois de septembre ont entraîné une révision rapide de ces prévisions et motivé notre action en matière de taux d'intérêt. L'inflation se replie plus rapidement que prévu et la croissance 2009 sera vraisemblablement négative. Que s'est-il donc passé?

Plusieurs aspects sont à évoquer.

Au niveau international, la dégradation des perspectives de ventes, d'une part, et les restrictions des conditions de crédit, d'autre part, ont conduit à une révision à la baisse des plans d'investissements des entreprises. Les Etats-Unis et l'Europe sont particulièrement touchés par ce phénomène, mais une perte de vitesse est également observée dans les marchés émergents. Nos exportations de biens d'équipement sont frappées de plein fouet. L'industrie des métaux, des machines et de l'électronique a été la première à enregistrer une nette correction des entrées de commandes. On constate aussi des annulations pures et simples de commandes passées antérieurement ou des reports d'investissement à des temps meilleurs et à des prix plus bas. Ce phénomène ne frappe pas seulement les grandes entreprises mais également les sous-traitants victimes de la mauvaise conjoncture industrielle. Il suffit ici de songer aux effets produits par l'effondrement de la demande de véhicules dans l'industrie automobile américaine et européenne et aux conséquences pour leurs fournisseurs établis en Suisse.

Tous ces facteurs ont conduit à une nette détérioration de la confiance des entrepreneurs, ce qui devrait freiner l'investissement et la création d'emplois dans notre pays. Par ricochet, les ménages anticipent une précarisation de l'emploi. Comme ailleurs, leur indice de confiance s'est clairement replié au début du quatrième trimestre. La consommation verra sa contribution à la croissance fléchir parallèlement à l'augmentation de l'insécurité entourant les places de travail. Face aux incertitudes, les Suisses se comportent de

3 décembre 2008

7

manière plus prudente et révisent à la baisse leurs plans de dépenses. Des signes avant-coureurs sont déjà perceptibles à cet égard. Ainsi, on a noté ces derniers mois un fléchissement de la demande pour les biens de consommation durables comme l'ameublement et les voitures.

Nous avons donc révisé à la baisse nos attentes, tant en ce qui concerne les exportations qu'en ce qui concerne la demande domestique finale. Au quatrième trimestre de cette année et dans la première moitié de 2009, une contraction nous semble fort probable. Sur l'ensemble de l'année 2009, le PIB réel pourrait ainsi reculer. L'ampleur de ce recul demande encore examen. Nous espérons disposer de suffisamment d'informations pour pouvoir communiquer un chiffre lors de notre conférence de presse du 11 décembre prochain.

### **3. Les crédits bancaires**

Comme vous le savez, depuis l'éclatement de la crise financière, des craintes de raréfaction du crédit se sont manifestées. C'est le canal le plus direct de la transmission des perturbations financières vers le secteur réel de l'économie. Aussi menons-nous régulièrement des enquêtes auprès des banques suisses pour vérifier l'évolution des conditions d'octroi de crédit. Dans la très large majorité des instituts sondés, aucune restriction des conditions de crédit n'a été annoncée ces derniers mois. Seuls 15% environ des banques admettent un léger resserrement de leurs pratiques. A priori ces résultats sont réjouissants et sembleraient écarter l'hypothèse d'un *credit crunch*. Les volumes des crédits octroyés en Suisse étaient d'ailleurs toujours en hausse jusqu'en septembre, exception faite des crédits à la consommation qui sont actuellement en repli. Les entretiens que nous menons sur le terrain avec les entreprises semblent confirmer ce scénario: certes, l'évaluation des risques de la part des banques est devenue plus circonspecte, en particulier pour les crédits à l'exportation. Aucun véritable resserrement du crédit n'est toutefois observé.

3 décembre 2008

8

Nous sommes prudents dans l'interprétation de ces informations. Premièrement, il se peut que l'effet de la crise ne se soit pas encore pleinement déployé. Deuxièmement, il faut garder à l'esprit que les crédits aux entreprises sont souvent octroyés par un pool de banques. Il suffit que l'une de ces banques se désiste pour bloquer le projet d'investissement.

#### **4. Politique monétaire et marchés financiers**

Comme vous le savez, ces derniers mois ont été particulièrement turbulents pour la Banque nationale. Le flux d'informations nous a conduits à réévaluer à plusieurs reprises la situation et à adopter de nouvelles mesures. Les tensions et les dysfonctionnements du marché monétaire – déjà présents depuis plus d'un an – ont atteint de nouveaux sommets après la faillite de Lehman Brothers. La confiance entre les banques s'est évanouie. Les opérations de crédits interbancaires pour des horizons allant au-delà de quelques jours ont été fortement réduites et les primes de risque ont atteint des niveaux inégalés. Ainsi par exemple, le *spread* entre les titres de la Confédération et le Libor à trois mois dépassait les 300 points de base en octobre. Un premier train de mesures a visé l'accroissement des liquidités en dollars des Etats-Unis mis à la disposition du système bancaire. Dès la mi-septembre nous avons intensifié nos actions dans le cadre de la stratégie concertée au niveau international, en élargissant à plusieurs reprises tant la palette d'instruments disponibles que les montants offerts en dollars.

A cela sont venues s'ajouter les mesures adoptées sur le marché domestique en francs suisses. La Banque nationale a constamment approvisionné le marché monétaire en liquidités, et ce, d'une manière généreuse et flexible. Les liquidités à la disposition des banques se sont ainsi accrues de façon vertigineuse. Pour l'essentiel, ces liquidités étaient ensuite conservées par les banques sur leurs comptes de virement auprès de la Banque nationale. Ceci montre bien l'état d'incertitude ambiant: les banques étaient disposées à supporter des coûts d'opportunité substantiels pour se garantir un maximum de disponibilités en cas de besoin.



3 décembre 2008

9

Les perspectives conjoncturelles se dégradant fortement et le taux d'inflation évoluant dans le sens d'un repli rapide, il nous est aussi apparu qu'une correction des taux devenait indispensable. Ainsi, nous avons dû réagir à trois reprises:

Lors d'une action conjointe avec les autres principales banques centrales, le 8 octobre, nous avons décidé un premier relâchement des conditions monétaires, en annonçant notre volonté de ramener le Libor à trois mois à 2,5%.

Malgré un approvisionnement très généreux en liquidités, l'ampleur des primes de risque rendait le repli du Libor particulièrement hésitant. Il fallait donc en conclure que toutes les banques n'obtenaient probablement pas ces liquidités aussi facilement qu'on ne l'aurait souhaité. Notamment certaines banques étrangères ayant octroyé des crédits en francs suisses – en Europe centrale et ailleurs – et qui n'avaient pas directement accès au canal de refinancement auprès de la Banque nationale continuaient d'avoir un grand besoin de francs suisses, contribuant ainsi à soutenir le Libor. D'où l'idée de permettre à ces instituts d'obtenir plus facilement des liquidités en francs suisses par le canal de la Banque centrale européenne. Dès le milieu du mois d'octobre, nous avons conclu des swaps avec la BCE, afin de lui mettre à disposition les francs suisses nécessaires. Puis nous avons conclu un accord de swap avec la banque centrale polonaise pour lui permettre à elle aussi d'approvisionner ses banques en francs, si nécessaire.

Suite à toutes ces opérations, le montant de francs suisses en circulation dans le système bancaire a atteint des niveaux records. Pour permettre à la Banque nationale de résorber une partie de ces liquidités, nous avons procédé le 15 octobre à l'introduction d'un nouvel instrument: l'émission de propres titres de créance rémunérés, les Bons de la BNS. A l'heure actuelle, les banques ont placé près de 22 milliards de francs en Bons de la BNS, ce qui montre bien leur frilosité à l'égard du marché monétaire.

Le 6 novembre nous avons assoupli une nouvelle fois de 50 points de base les conditions monétaires, en fixant à 1,5%-2,5% la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois.

3 décembre 2008

10

Enfin, et cela fut le plus spectaculaire, nous avons abaissé une troisième fois la marge de fluctuation du Libor le 20 novembre, mais cette fois-ci de 100 points de base.

Nombreux sont ceux qui ont été surpris par cette dernière décision. Elle intervenait de manière isolée et était d'une ampleur totalement inhabituelle. Nous avons effectivement voulu frapper les esprits afin de favoriser une détente sur le marché monétaire. Ce résultat a pu être largement obtenu: en 24 heures, le Libor s'est replié de 60 points de base et son repli s'est encore poursuivi graduellement par la suite. Nous avons ainsi clairement indiqué que, dans les circonstances difficiles qui vont se présenter pour l'économie suisse, notre politique monétaire devait être résolument expansionniste.

## **5. Conclusion**

Le degré d'incertitude sur les perspectives économiques actuelles reste très élevé. L'abaissement significatif de notre prévision centrale pour 2009 indique que les risques relatifs à la croissance, que nous évoquions lors des trimestres précédents, se sont largement matérialisés. Etant donné la fragilité de la situation sur les marchés financiers, les risques restent orientés à la baisse, mais ils sont limités par les effets des mesures déjà adoptées et à venir d'une politique économique très expansionniste. Il reste néanmoins que la résorption des déséquilibres du passé – un endettement excessif des ménages américains et une trop grande dépendance à l'égard des afflux de fonds de la part de certains pays à croissance rapide – va constituer un handicap au redressement de la situation.

L'économie suisse va donc naviguer dans des eaux difficiles car nous ne pourrions pas échapper aux conséquences du ralentissement de l'économie mondiale. Après avoir largement profité de l'expansion internationale des dernières années, nous subissons maintenant le contrecoup d'une récession généralisée. Cette situation est difficile pour notre pays, mais nous sommes peut-être mieux placés que d'autres pour y faire face. En effet, notre économie ne présente pas de déficits structurels: notre secteur d'exportation

3 décembre 2008

11

est compétitif en termes de produits, de technologies et de coûts. De plus, nos finances publiques ont été assainies, la situation financière de nos entreprises est bonne et le taux d'épargne national est élevé. Enfin, notre tissu économique, fait de PME mettant en œuvre des technologies de niche, nous assure une grande flexibilité face à l'incertitude ambiante. La situation reste néanmoins semée d'embûches et requerra de chacun beaucoup de pragmatisme et de flexibilité. Pour sa part, la Banque nationale va continuer de suivre avec attention l'évolution de la conjoncture afin de pouvoir évaluer de la manière la plus adéquate possible l'ensemble des risques. Elle engagera tous les moyens à sa disposition pour limiter autant que possible les conséquences pour l'économie suisse de la crise financière internationale.