

Conférence de presse

Zurich, le 10 décembre 2009

Remarques introductives de Jean-Pierre Roth

Dans ses grandes lignes notre appréciation de la situation conjoncturelle et monétaire reste identique à celle de septembre 2009. L'évolution conjoncturelle et financière récente correspond à nos attentes. Les facteurs de risque demeurent importants. Nous maintenons donc le cours expansionniste de notre politique monétaire.

Perspectives économiques internationales

Laissez-moi, avant d'aborder les perspectives conjoncturelles pour l'économie suisse, jeter un regard sur les développements économiques internationaux, dont celles-ci sont tributaires.

Les signes de redressement de l'activité mondiale se sont renforcés dans la seconde partie de 2009. La poursuite de la normalisation des conditions sur les marchés interbancaires et financiers, d'une part, et les impulsions monétaires et fiscales, d'autre part, ont favorisé une relance de la production, notamment dans le secteur manufacturier.

L'héritage de la crise reste toutefois lourd. Le rebond des derniers mois dépend de manière importante de l'intervention du secteur public et ne repose pas encore sur des bases suffisamment solides. Sauf dans les pays émergents d'Asie, il n'a que partiellement compensé les pertes réalisées en 2008 et début 2009. Le taux d'utilisation des capacités de production reste généralement bas et l'accès au crédit bancaire difficile dans certains pays. De plus, tant la situation sur le marché du travail que la nécessité de reconstituer l'épargne pèseront sur les dépenses de consommation des ménages. Nous restons ainsi d'avis que le retour à une situation d'équilibre au niveau mondial sera plus lent et incertain que cela est d'habitude le cas à l'issue d'une récession.

Perspectives économiques en Suisse

L'économie suisse est aussi sur le chemin de la reprise : le PIB suisse a retrouvé une croissance positive au troisième trimestre. La valeur ajoutée a toutefois poursuivi sa contraction dans le secteur manufacturier. Globalement, la demande de travail continue de se replier et le nombre de chômeurs est orienté à la hausse.

Nous tablons sur une reprise modérée à l'horizon 2010. La croissance de la consommation privée sera bridée par la faible progression des revenus des ménages. Les exportations vont profiter d'un regain graduel de vigueur de la demande extérieure. Ceci devrait permettre un redressement de la production dans le secteur manufacturier, redressement qui variera toutefois d'une branche à l'autre. En particulier, les entrées de commandes

Zurich, le 10 décembre 2009

2

dans l'industrie des biens d'équipement devraient continuer à souffrir de l'excédent de capacités existant au niveau international. En Suisse également, la hausse de la production manufacturière ne sera pas suffisante pour permettre une résorption des capacités de production excédentaires. Par conséquent, les investissements en équipements ne devraient pas connaître d'embellie pendant plusieurs trimestres encore et une diminution des places de travail pourrait intervenir dans le secteur manufacturier. Par contre, dans le secteur de la construction, où le degré d'utilisation des ressources est actuellement plus que satisfaisant, la demande devrait se stabiliser.

Pour l'ensemble de l'année 2010, la Banque nationale s'attend à une progression du PIB de 0,5% à 1%, après un recul de l'ordre de 1,5% en 2009.

Evolution du cadre monétaire et financier

Les conditions monétaires reflètent dans l'ensemble notre politique expansionniste, en particulier lorsqu'on considère les taux d'intérêt et les agrégats monétaires.

Le Libor se situe désormais au niveau visé depuis mars dernier, soit à 25 points de base, un taux qui peut être qualifié de plancher. L'impossibilité de viser un taux encore plus bas nous avait conduit, en mars dernier, à employer d'autres instruments afin de rendre la politique monétaire aussi expansionniste que les circonstances l'exigeaient.

Les conditions monétaires sont devenues plus expansionnistes, notamment par le canal des taux d'intérêt. En effet, les primes de crédit se sont repliées d'une manière continue depuis le début de l'année sur le marché des capitaux. Comme les rendements des obligations de la Confédération sont restés bas, les autres rendements à long terme ont eu tendance à baisser. Le financement des entreprises par l'emprunt sur le marché des capitaux est donc devenu meilleur marché. Les chiffres dont nous disposons montrent de plus que le financement par le crédit bancaire est devenu lui aussi plus attrayant avec la baisse du Libor. Les taux d'intérêt sont même plus bas encore si on les évalue en termes réels, c'est-à-dire en tenant compte de l'évolution attendue du niveau des prix.

Le franc s'est légèrement apprécié en termes pondérés par le commerce extérieur. Cela est dû à l'affaiblissement récent du dollar. Le franc est par contre resté stable face à l'euro, ce qui témoigne de l'efficacité de la politique monétaire menée depuis mars. Une appréciation du franc face à l'euro contrecarrerait le relâchement des conditions monétaires obtenu par le canal des taux d'intérêt. C'est pourquoi la Banque nationale s'opposera de manière résolue à une appréciation excessive du franc face à l'euro. L'analyse des conditions monétaires en termes de prix peut induire en erreur lorsque le Libor a atteint un niveau plancher. L'analyse en terme de quantités - monnaie et crédit - revêt pour cette raison une importance particulière dans les circonstances actuelles.

La quantité de monnaie centrale a fortement augmenté dès octobre 2008, après que la crise financière est entrée dans une nouvelle phase à la suite de la faillite de Lehman Brothers. Nous avons alimenté en liquidités le marché interbancaire en quantités suffisantes pour satisfaire à une demande grandissante dans un climat d'incertitude et ce afin de prévenir toute augmentation des taux sur le marché monétaire. Depuis, la demande de monnaie centrale à des fins de précaution a reculé et nous avons réduit la

Zurich, le 10 décembre 2009

3

liquidité en conséquence. Ainsi, la quantité de monnaie centrale a baissé de plus de 28% par rapport à la valeur la plus élevée atteinte en avril. Le niveau des avoirs en comptes de virements reste cependant presque dix fois plus élevé qu'avant la crise. Ceci comporte le danger d'une création monétaire excessive lorsque la confiance sera restaurée.

Les conditions monétaires ne doivent pas être jugées uniquement par rapport aux liquidités au sein du secteur bancaire, mais aussi en fonction de celles dont disposent les ménages et les entreprises : les agrégats monétaires. La croissance de M3, longtemps modérée, s'est accélérée. Elle était de 7,7%, en glissement annuel, au mois d'octobre. La croissance des agrégats M1 et M2 est également très forte. La signification de ces taux de croissance est limitée, car les incertitudes de la crise ont renforcé la préférence du public pour la liquidité et les taux d'intérêt sont à des niveaux extrêmement bas. Il convient donc d'analyser également la transmission des impulsions monétaires au travers des crédits.

Les effets de la politique monétaire sont particulièrement visibles dans l'évolution des crédits hypothécaires. Pourquoi ? Les crédits hypothécaires sont pour l'essentiel utilisés pour financer des projets immobiliers. Or l'attrait de ces investissements, qui de par leur nature sont de long terme, dépend fortement du niveau des taux d'intérêt. Cette relation s'est à nouveau confirmée : le rythme de croissance des crédits hypothécaires s'est mis à augmenter dès que nous avons baissé les taux d'intérêt. Alors que le taux de croissance avait atteint un minimum de 3,2% en novembre 2008, il s'est mis à croître de manière continue pour atteindre 5,1% en octobre. Ce même mois, les autres crédits accordés en francs diminuaient au taux de 0,3%, ce qui est normal lorsque l'activité économique est faible. Au total, les crédits accordés aux ménages et aux entreprises, grandes et petites, ont continué de progresser ces derniers mois, car la croissance des crédits hypothécaire a largement compensé le recul des autres crédits.

Selon la dernière enquête sur les crédits menée par la BNS auprès des banques (*Bank Lending Survey*), la phase de durcissement des conditions d'octroi de crédits pourrait arriver à son terme. La part des établissements indiquant un léger durcissement supplémentaire de leurs conditions d'octroi de crédits aux entreprises a très fortement baissé, passant de 40% lors de l'enquête du trimestre précédent à 3% ce trimestre. Les ménages semblent profiter de la même tendance, puisqu'aucune banque n'annonce de durcissement des conditions d'octroi de crédits aux ménages, alors que le trimestre précédent 50% des banques annonçaient un durcissement légèrement accru des conditions pour les crédits non-hypothécaires et 20% pour les crédits hypothécaires octroyés aux ménages.

L'enquête indique également une stabilisation de la demande de crédits. La part des banques faisant part d'une demande accrue d'hypothèques provenant des ménages est passée de 40% en début d'année à 10%.

La situation dans notre pays est donc très différente de celle que l'on peut observer dans d'autres économies. Non seulement il n'y a pas de « credit crunch » mais nous avons observé une forte progression du volume des hypothèques. Des signes d'allègement des conditions d'octroi des crédits hypothécaires sont également apparus. Nous mettons ici en

Zurich, le 10 décembre 2009

4

garde, tant les banques que les entreprises et les ménages, contre les risques que comporte un relâchement de la discipline dans le financement de l'immobilier.

Perspectives de renchérissement

La politique monétaire influence les perspectives de renchérissement à moyen et long terme. Par contre, les évolutions à court terme échappent pour l'essentiel à son contrôle. Les deux dernières années ont parfaitement illustré cet état de fait. Ainsi l'inflation a atteint un pic de 3,1% en juillet 2008 pour plonger jusqu'à -1,2% en juillet de cette année. Cette évolution reflète les mouvements extrêmes du prix du pétrole qui atteignait 145 dollars le baril en juillet 2008, pour chuter ensuite à 35 dollars en décembre 2008. Le caractère temporaire des fluctuations de l'inflation a été correctement anticipé, comme en témoignent nos prévisions d'inflation passées. En raison du temps qu'il faut à la politique monétaire pour produire ses effets, il aurait été inutile de tenter de s'opposer à ces mouvements.

L'évolution de l'inflation dans un avenir proche restera largement prédéterminée par les mouvements récents du prix du pétrole et par les effets de base qui en découlent. L'inflation redeviendra positive dès la fin de cette année. Il s'agit là en grande partie d'un effet de base lié au minimum de 35 dollars atteint en décembre 2008 par le prix du pétrole. Elle aura tendance à décroître par la suite, malgré la reprise de la croissance. En effet le niveau de l'activité économique reste faible et ne regagnera son niveau normal que progressivement. L'inflation restera cependant positive tout au long de l'année 2010. Il faut y voir l'effet retardé de notre politique résolument expansionniste depuis l'automne 2008. En supposant que notre politique monétaire reste inchangée, notre nouvelle prévision montre que l'inflation se remettra à croître dès le début de l'année 2011, pour atteindre 2% au premier semestre 2012. Le cours expansionniste de notre politique ne pourra pas être maintenu indéfiniment sans risques inflationnistes.

Cette prévision d'inflation est encore grevée d'incertitudes importantes. L'économie internationale pourrait se développer plus défavorablement que je ne l'ai décrit dans la première partie de mon exposé. La crise financière pourrait se manifester à nouveau.

La décision de politique monétaire

Les perspectives d'inflation n'ont pas changé depuis l'examen de septembre. Elles confirment que la politique monétaire expansionniste ne pourra être maintenue durant les trois prochaines années car la stabilité des prix serait menacée à terme. Une correction rapide de la politique monétaire serait toutefois prématurée car la prévision d'inflation reste entachée de risques baissiers. Si ces risques devaient se matérialiser, le danger d'une déflation pourrait à nouveau se manifester. Ces incertitudes concernent aussi bien la conjoncture mondiale que le degré de rétablissement du secteur financier. Ces différents facteurs incitent la Banque nationale à la prudence et à laisser pour l'instant inchangé le cours de sa politique monétaire.

Zurich, le 10 décembre 2009

5

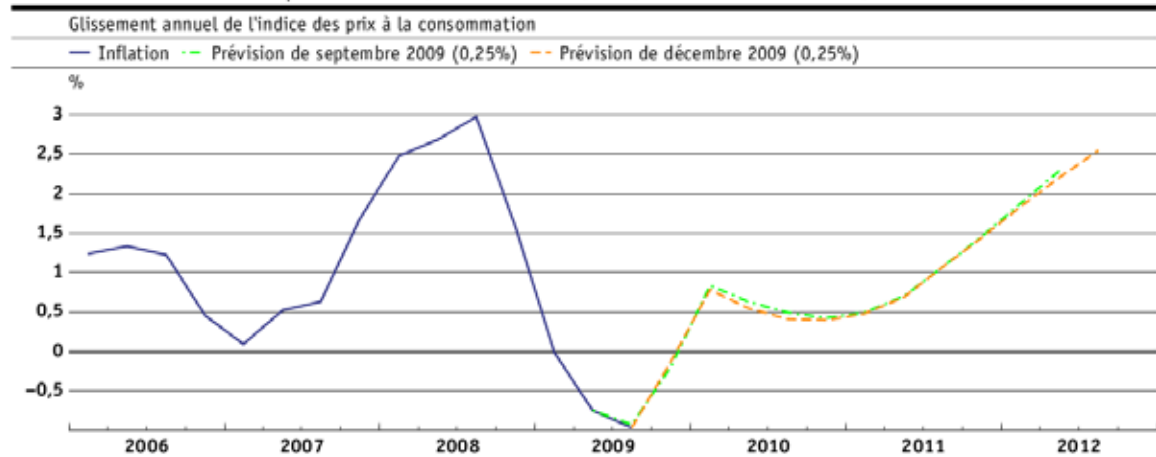
Renforcement de la dotation en fonds propres de la BNS

Notre Conseil de banque a décidé le 4 décembre dernier de renforcer la dotation en fonds propres de la BNS en doublant le rythme d'alimentation des provisions au cours des cinq prochaines années. Cette décision a été motivée par l'augmentation du niveau des risques de marché et de crédit contenus dans le bilan de la Banque nationale (création du fonds de stabilisation SNB Stabfund et augmentation des réserves de devises). Etant donné la bonne dotation de la réserve pour distributions futures et les bons résultats qui peuvent être attendus pour 2009, cette décision ne devrait pas compromettre la distribution des bénéfices, à hauteur de 2,5 milliards de francs par année, jusqu'à la fin de la période convenue avec la Confédération et les cantons (2017). Mon collègue Thomas Jordan reviendra en détail sur ces éléments dans ses remarques introductives.

Zurich, le 10 décembre 2009

6

Prévisions d'inflation de septembre 2009, avec Libor à 0,25%, et de décembre 2009, avec Libor à 0,25%



Inflation observée (décembre 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	2,47	2,68	2,97	1,58	-0,02	-0,75	-0,97		1,1	0,7	2,4

Prévisions d'inflation de septembre 2009, avec Libor à 0,25%, et de décembre 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 septembre 2009, Libor à 0,25%	-0,92	-0,20	0,84	0,63	0,50	0,43	0,49	0,70	1,07	1,46	1,87	2,28					-0,5	0,6	0,9
Prévision de décembre 2009, Libor à 0,25%	-0,13	0,79	0,54	0,41	0,40	0,48	0,69	1,07	1,45	1,84	2,20	2,55					-0,5	0,5	0,9