

Exposé de M. Jean-Pierre Roth,  
président de la Direction générale,  
à l'Assemblée générale des actionnaires  
de la Banque nationale suisse du 17 avril 2009

Monsieur le président du Conseil de banque,

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

Mesdames et Messieurs les invités,

La crise financière, survenue en août 2007, s'est propagée durant l'année 2008 et s'est fortement aggravée dès la mi-septembre. L'incertitude croissante au sujet de la stabilité du système financier a entraîné une paralysie progressive du marché monétaire. Dans la plupart des pays industrialisés, des plans de soutien ont été mis en place, qui visaient soit à améliorer les conditions de refinancement des banques, soit à assainir leur bilan ou à renforcer leur capital. L'intervention des pouvoirs publics a été sans précédent: des garanties très étendues ont été accordées, des établissements d'importance sont passés sous le contrôle de l'Etat, des risques considérables ont été transférés du secteur privé au secteur public.

**Les difficultés de mise en œuvre de notre politique monétaire**

La détérioration des conditions de fonctionnement des marchés financiers a posé un certain nombre de problèmes pour la mise en œuvre de notre politique monétaire. D'une part, l'incertitude ambiante a fortement stimulé la préférence pour les liquidités; d'autre part, le dysfonctionnement du marché interbancaire a entravé l'approvisionnement de liquidités en francs. A ces deux égards, la Banque nationale a dû prendre des mesures exceptionnelles.

Dès le début, les incertitudes engendrées par la crise financière ont conduit, en Suisse, à une demande massive de liquidités de la part des banques et du public. La méfiance qui a caractérisé les relations interbancaires a incité certains établissements à la thésaurisation. Ce mouvement a encore été encouragé par le fait que nombre de banques étaient dans l'incapacité d'apprécier de manière fiable leur propre besoin en liquidités, compte tenu notamment de la préférence marquée du public pour le numéraire. A la fin de l'année

dernière, le montant total des billets en circulation avait ainsi augmenté de 11%, et les banques maintenaient dans leurs comptes de virement à la BNS des montants trois fois supérieurs à ceux qu'elles détenaient un an auparavant.

Pour satisfaire cette demande exceptionnelle, la Banque nationale a dû étendre la durée et le volume de ses pensions de titres (repos) et injecter des liquidités au travers d'un nouveau canal: celui des opérations de swaps.

Ces dernières années, les pensions de titres sont devenues l'instrument usuel de mise en œuvre de notre politique monétaire. Il s'agit de crédits en francs, accordés aux banques et garantis par des titres. Ces crédits sont généralement consentis pour des échéances d'une semaine. Toutefois, pour répondre aux besoins particuliers du marché en 2008, nous avons dû allonger la durée de nos crédits à plusieurs reprises, la portant jusqu'à douze mois. Contrairement à d'autres banques centrales, nous n'avons pas eu besoin d'élargir la palette des titres éligibles, car nous appliquions déjà une politique très libérale, en acceptant des titres de première qualité libellés non seulement en francs suisses, mais aussi, entre autres, en euros, en livres sterling et en dollars des Etats-Unis. En 2008, le montant moyen de nos pensions de titres a augmenté de 53% par rapport à 2007.

Malgré l'intensification de nos opérations de pensions de titres, les tensions du marché monétaire se sont accentuées tout au long de l'année, en raison de la détérioration continue de l'environnement économique et financier. Elles ont atteint leur paroxysme à l'automne. Une source de difficulté particulière a résidé dans la très forte demande de francs en provenance des pays d'Europe de l'Est, où certaines banques ont accordé massivement des crédits en francs en se refinançant sur le marché monétaire. Comme ces banques n'ont pas accès à notre crédit, elles se sont retrouvées dans une situation délicate lorsque le marché monétaire en francs s'est asséché. Cette demande accrue de francs a contribué à faire monter nos taux d'intérêt, ce que nous jugions indésirable du point de vue de notre politique monétaire.

Pour satisfaire la demande des banques d'Europe de l'Est, nous avons recherché l'appui de la Banque centrale européenne (BCE). Nous lui avons remis des francs dans le cadre d'un accord de swap euros contre francs. La BCE a ensuite alloué ces francs à ses contreparties. Des accords semblables – euros contre francs – ont été conclus ultérieurement avec la

Banque nationale de Pologne et la Banque nationale de Hongrie, afin qu'elles puissent opérer de manière analogue dans leurs pays respectifs. De plus, dans l'intérêt d'une meilleure distribution de francs sur le marché, la Banque nationale a mené elle-même des opérations de swaps avec ses contreparties. A la fin de l'année 2008, l'approvisionnement en francs résultant de swaps de change – en faveur de trois banques centrales et d'un certain nombre d'établissements bancaires – s'élevait à 50 milliards de francs.

Dans l'ensemble, donc, la demande de liquidités a été considérable. Le niveau de nos crédits a plus que triplé, passant de 31 milliards de francs à la fin de 2007 à 101 milliards de francs à la fin de 2008. Parallèlement, pour permettre aux banques de placer leurs liquidités sous une autre forme que sur leurs comptes de virement auprès de la BNS et pour mettre en place un instrument nous permettant, si nécessaire, de résorber une quantité importante de liquidités, nous avons émis pour la première fois le 20 octobre 2008 des Bons de la BNS. A la fin de l'année, le montant des bons émis par nos soins s'élevait à 24,4 milliards de francs.

La gestion active des liquidités sur le marché du franc nous a permis de maintenir le Libor pour les dépôts à trois mois en francs au niveau visé par notre politique monétaire. J'y reviendrai dans quelques instants.

### **L'opération de consolidation d'UBS**

Dès l'automne de 2007, la Banque nationale s'était rendu compte que les deux grandes banques suisses allaient être particulièrement menacées par les turbulences des marchés financiers. Aussi avons-nous, d'entrée, intensifié nos contacts avec la Commission fédérale des banques (CFB, aujourd'hui la FINMA, soit l'Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers), afin d'assurer un suivi continu de la situation de ces établissements. Au vu de la fragilisation croissante d'UBS, nous avons planifié dès le printemps 2008 un certain nombre de solutions susceptibles de protéger cette banque des conséquences de la présence, dans son bilan, d'un portefeuille important d'actifs illiquides. A l'automne, alors que la faillite de la banque américaine Lehman Brothers avait conduit à un assèchement complet de la liquidité sur le marché interbancaire, UBS a rencontré des difficultés croissantes de refinancement et dû faire face à des pertes substantielles. De l'avis de la CFB, une consolidation urgente s'avérait nécessaire pour empêcher la détérioration rapide

d'une situation dont les conséquences auraient pu être très dommageables pour la stabilité de l'ensemble du système bancaire et pour l'économie suisse en général.

C'est dans cet environnement que nous avons préparé, en étroite collaboration avec la CFB et la Confédération, l'opération qui a été rendue publique le 16 octobre dernier.

Il n'y a pas lieu ici de reprendre les éléments d'une transaction qui a été largement commentée par la presse et qui est présentée dans notre rapport de gestion. En mettant sur pied cette opération, nous étions parfaitement conscients des risques financiers liés au portefeuille d'actifs que nous reprenions. Nous avons toutefois estimé que ces risques étaient équitablement compensés par les conditions de participation d'UBS à d'éventuelles pertes et, surtout, par le gain collectif que représentait la stabilisation de la plus grande banque suisse. C'est donc uniquement sur des considérations relatives à la stabilité du système financier que nous avons fondé notre décision.

C'est seulement dans quelques années qu'il sera possible de porter un jugement définitif sur notre action. Si, à son terme, l'opération devait faire apparaître un bénéfice, nous nous interrogerons peut-être sur la nécessité de l'avoir effectuée. Si, au contraire, des pertes sont enregistrées, nous en concluons que l'opération aura permis d'éviter le pire. Mais quel que soit le résultat financier, il faudra garder à l'esprit l'unique motivation de notre intervention: éviter que l'incertitude pesant sur la valeur des actifs illiquides d'UBS n'entraîne une déstabilisation de la banque et, partant, de notre système financier et de notre économie.

Lorsque l'argent public est engagé pour consolider la stabilité financière, les règles de fonctionnement des marchés doivent être adaptées afin que des circonstances semblables ne se reproduisent plus. Aussi avons-nous soutenu énergiquement la position de la CFB en faveur du renforcement progressif de la dotation en fonds propres de nos grandes banques, de la limitation de leur niveau d'endettement et de la réforme de leur système de rémunération. En outre, la Banque nationale travaille actuellement avec la FINMA à un renforcement des exigences en matière de liquidités. Comme je vous l'indiquais l'an dernier, notre petit pays est en droit de définir des conditions particulières, afin de limiter les risques systémiques liés à la présence de deux grandes banques internationales sur son territoire. Le Conseil fédéral et la CFB ont clairement reconnu cette situation et pris les

mesures qui s'imposent dans le domaine de la prévention. A l'avenir, il conviendra également d'examiner l'opportunité de mettre en place un cadre légal et des mesures organisationnelles permettant une liquidation ordonnée d'établissements bancaires d'importance systémique.

### **La propagation de la crise au secteur réel**

La crise des marchés financiers ne pouvait manquer d'affecter le secteur réel de notre économie. Pourtant, l'année 2008 avait bien commencé. Notre pays connaissait une croissance économique élevée et une forte immigration. Au cours des trois premiers trimestres, la croissance avait augmenté de 2,4% par rapport à la période correspondante de l'année précédente, et toutes les composantes de la demande globale la soutenaient, à l'exception du secteur de la construction.

Un retournement complet de situation est intervenu à la fin de l'été. Les difficultés de fonctionnement du marché international du crédit et la montée des incertitudes ont entraîné un effondrement du commerce mondial et un recul généralisé de la croissance sur nos marchés d'exportation, la plupart de nos partenaires entrant même en récession. Au quatrième trimestre, notre produit intérieur brut a diminué de 1,2% et le chômage, qui avait atteint son plus bas niveau avec 2,5%, a recommencé à croître. Lors de notre examen de situation de décembre, nous avons annoncé une contraction probable du PIB de 0,5%–1% en 2009. En mars dernier, sur la base des informations les plus récentes, nous avons corrigé cette prévision pour la porter à –2,5%/–3%.

### **La réaction de la Banque nationale**

Nous avons donc assisté, à l'automne 2008, à un renversement brutal du cycle économique et, en raison de la forte correction du prix des matières premières, à une modification spectaculaire des perspectives inflationnistes. Alors que l'inflation atteignait encore 3,1% en juillet, la stabilité des prix a été rétablie dès le mois de novembre.

Ce revirement a poussé la Banque nationale à assouplir rapidement et dans une large mesure le cours de sa politique monétaire. Ainsi, nous avons abaissé à cinq reprises, entre octobre 2008 et mars 2009, la marge de fluctuation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs et ramené le taux du marché de 3% à 0,25%. Par ce relâchement important des rênes monétaires, nous avons voulu provoquer un allègement des conditions de crédit et

décourager les placements en francs. Le volume des crédits en Suisse a continué de croître, quoiqu'à un rythme moins soutenu, mais l'utilisation des lignes de crédit accordées à des débiteurs suisses a reculé. Jusqu'ici, le fonctionnement du marché du crédit bancaire signale plutôt un recul de la demande et un léger resserrement des conditions de crédit liés à la détérioration de la conjoncture qu'un *credit crunch*. En revanche, nous avons noté une nette détérioration des conditions de financement des entreprises sur le marché des capitaux en raison de l'incertitude générale et du manque de liquidités. C'est pourquoi nous avons décidé, le 12 mars dernier, d'intervenir dans les segments du marché où les déséquilibres étaient les plus manifestes.

Dans cette phase délicate de dégradation des conditions du marché du crédit, notre stratégie de politique monétaire s'est avérée particulièrement judicieuse. En effet, contrairement à la plupart des autres banques centrales, la Banque nationale se fixe pour objectif de stabiliser un taux d'intérêt du marché – soit le Libor pour les dépôts à trois mois en francs, qui sert de référence à la fixation de nombreux taux commerciaux – et non pas un taux représentatif des conditions de refinancement à court terme des banques commerciales auprès de la banque centrale. En gardant le Libor fermement sous contrôle, nous avons pu mettre le marché suisse à l'abri de la dégradation des conditions de crédit, telle qu'elle s'est manifestée sur les marchés étrangers. Ainsi, le Libor pour les dépôts à trois mois en euros, qui était généralement supérieur de 1,5% au Libor pour les dépôts à trois mois en francs, a vu ce différentiel s'inscrire à 2,2% en 2007 et à 2,7% en 2008. Notre politique de stabilisation du Libor pour les dépôts à trois mois en francs nous a donc permis de préserver en partie l'économie suisse des répercussions de la crise financière internationale.

Malheureusement, le relâchement des conditions monétaires que devait provoquer la baisse du Libor depuis l'automne dernier a été largement contrebalancé par la revalorisation du franc face à l'euro. Entre octobre 2008 et mars 2009, notre monnaie s'est appréciée de près de 10% par rapport à la monnaie européenne, ce qui était particulièrement malvenu dans une phase de recul rapide du taux d'inflation et d'effondrement de la demande mondiale. Pour éviter qu'une appréciation continue du franc ne neutralise les effets de notre politique de diminution des taux d'intérêt, nous avons décidé, le 12 mars dernier, parallèlement à une nouvelle baisse du Libor, d'acheter

des devises sur le marché des changes dans le but d'empêcher toute nouvelle revalorisation du franc face à l'euro et d'injecter des liquidités supplémentaires dans l'économie. Face aux risques de déflation, une action résolue était nécessaire. Nous maintiendrons cette stratégie tant que de tels risques persisteront.

Après 15 ans d'absence des marchés des changes, nous avons donc dû procéder à de nouvelles interventions. Il ne s'agit pas pour autant d'un renversement de notre stratégie traditionnelle qui consiste à mener une politique monétaire indépendante visant la stabilité des prix. Il s'agit simplement d'une adaptation de la mise en œuvre de cette stratégie dans un environnement caractérisé par des taux d'intérêt proches de zéro et un franc jouant de nouveau le rôle de monnaie refuge. Contrairement à ce que certains commentaires ont pu laisser entendre, la lutte contre la revalorisation du franc face à l'euro n'est pas l'application d'une politique de dévaluation compétitive qui ne pourrait être que contraire aux intérêts de notre pays sur la durée. C'est un élément opérationnel essentiel qui, dans les circonstances présentes, doit nous permettre de remplir notre mandat relatif à la stabilité des prix, c'est-à-dire préserver notre économie de l'inflation comme de la déflation.

### **Les perspectives pour 2009**

L'année 2009 sera marquée par le recul le plus important du produit intérieur brut depuis 1975. Le moteur des exportations ne tournera qu'à faible régime et le manque de confiance des entrepreneurs pèsera sur la demande d'investissements. Nous avons également tout lieu de croire que la consommation fléchira progressivement en raison des incertitudes croissantes quant à l'évolution du pouvoir d'achat des ménages. C'est donc une situation bien morose qui nous attend.

La Suisse ne constitue pas un cas particulier: tous les pays industrialisés sont confrontés à une dégradation analogue de leur situation conjoncturelle, surtout s'ils sont très ouverts aux échanges extérieurs.

Nous avons toutefois de bonnes raisons de penser que nous sommes relativement bien armés pour affronter cette situation. Et cela, pour plusieurs raisons:

- notre pays dispose d'un secteur d'exportation compétitif, tant au niveau des prix que de la technologie.

- Les résultats de nos entreprises au cours de ces dernières années étaient bons, leur situation financière est saine.
- Contrairement à d'autres pays, nous n'avons pas connu de bulle immobilière ces dernières années.
- Notre tissu économique constitué de petites et moyennes entreprises nous procure des avantages sur le plan de la flexibilité.
- Nos finances publiques ont été assainies et la situation de notre balance des paiements courants est solide.

Tous ces facteurs nous incitent à penser que notre économie pourra rebondir lorsque la conjoncture internationale aura franchi le creux de la vague. Les prévisions du Fonds monétaire international font état d'une reprise conjoncturelle en Europe à partir de 2010, dans le sillage d'un redressement attendu, d'abord, aux Etats-Unis. Chez nous, des signes de stabilisation apparaissent de-ci de-là, et le mouvement de recul du PIB devrait perdre progressivement de son intensité dans un avenir proche. Mais il faudra vraisemblablement attendre l'année prochaine pour pouvoir observer un véritable retournement de tendance. Le redressement sera lent car les difficultés actuelles ne sont pas simplement de nature cyclique. Elles sont aussi le résultat d'une profonde crise de confiance dans la solidité du secteur financier et dans le potentiel de croissance futur de l'économie mondiale.

Face à l'effondrement de la demande, tous les pays ont adopté des politiques monétaires et budgétaires expansionnistes. Les baisses de taux ont été massives et certains programmes de relance ont porté sur des sommes considérables, grevant la dette publique. Ces stratégies sont appropriées dans l'urgence. Toutefois, nous ne devons pas oublier que les difficultés que nous connaissons aujourd'hui sont vraisemblablement la conséquence d'un endettement excessif et de politiques monétaires trop accommodantes, soit deux facteurs qui ont «dopé» à l'excès l'économie mondiale au cours des années 2000. Paradoxalement donc, la lutte contre la récession fait appel aujourd'hui aux mêmes stimulants que ceux dont on avait abusé par le passé.

Aussi, une fois la machine économique remise en route, le grand défi politique et économique consistera-t-il à prendre les mesures correctrices nécessaires afin que



l'économie mondiale se développe de manière plus équilibrée. Son chemin de croissance sera peut-être moins ambitieux que par le passé, mais il n'en sera que plus durable. Pour notre part, nous savons que la préservation de la stabilité des prix à moyen terme dans notre pays nécessitera que nous rétablissions des conditions monétaires saines en retirant à temps les liquidités excédentaires. Nous en avons la volonté et les moyens.

\*\*\*\*\*

L'économie mondiale est entrée dans une phase douloureuse de remise en ordre, marquée par une faible croissance et un chômage élevé. Profondément intégrée dans le commerce international, l'économie suisse ne pourra échapper à ces difficultés. La Banque nationale a réagi rapidement à la dégradation de la situation économique. Nombreux sont ceux qui espèrent que la politique monétaire puisse mettre notre pays à l'abri des tourmentes extérieures. Nous ne pourrions pas répondre à ces attentes. Nous avons fait notre possible dans le cadre de notre mandat légal. L'année 2009 sera difficile pour notre économie, et tout porte à croire que 2010 le sera également car, même si le creux conjoncturel aura été franchi, la sous-utilisation de nos ressources productives sera encore importante.

Mesdames et Messieurs les actionnaires,

Mesdames et Messieurs les invités,

dans cet environnement exigeant, nous aurons une fois de plus besoin du soutien de chacune et de chacun, en particulier de nos actionnaires. Nous vous remercions de votre appui indéfectible et de l'intérêt que vous avez manifesté pour l'action de la Banque nationale au cours de l'année écoulée.