



**Embargo jusqu'au**  
18 avril 2024, 18 h 00

---

## **Politique monétaire de la BNS: mise en œuvre et transmission durant le récent cycle de resserrement**

Apéritif «Marché monétaire»

**Antoine Martin et Thomas Moser\***

Membre de la Direction générale et membre de la Direction générale élargie

Banque nationale suisse

Zurich, le 18 avril 2024

© Banque nationale suisse (exposé donné en anglais)

---

\* Les intervenants remercient Dirk Faltin et Simon Hänni pour leur contribution à la rédaction de cet exposé. Ils adressent également leurs remerciements à Toni Beutler, Florian Böser, Lucas Fuhrer, Anne Kathrin Funk, Mico Loretan, Christian Myohl, Alexander Perruchoud, Tim Sprissler et Tanja Zehnder pour leurs précieux commentaires, à Tim Stettler pour son aide concernant les graphiques et les données, ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS pour les traductions.



Mesdames et Messieurs,

Bienvenue à cet Apéritif du marché monétaire de la Banque nationale suisse (BNS), ici à Zurich. Je suis ravi de vous voir en aussi grand nombre.

Il y a un an, lors de la dernière édition zurichoise de cet évènement, la priorité de la BNS et des autres banques centrales était de lutter contre l'inflation. Le monde avait connu une forte poussée inflationniste en 2021 en raison de la flambée des prix de l'énergie, des perturbations des chaînes d'approvisionnement et de l'envolée de la demande qui a suivi la pandémie et la levée des mesures de confinement (voir graphique 1). La guerre en Ukraine a encore aggravé la situation. L'inflation s'est alors propagée à la Suisse (comme le montre la courbe rouge du graphique 1). Dans notre pays, la hausse des prix à la consommation a culminé à 3,5% en août 2022. Dans le cas de la Suisse, ce niveau était préoccupant, même si certains de nos principaux partenaires commerciaux affichaient des taux d'inflation sensiblement plus élevés.

En 2023, l'inflation a commencé à ralentir, à la fois en Suisse et au niveau international. Ce recul a été de fait plus rapide que prévu. En Suisse, l'inflation est repassée sous les 2% en juin 2023, retrouvant ainsi la plage que la BNS assimile à la stabilité des prix. Lors de l'examen de la situation économique et monétaire du 21 mars dernier, nous avons décidé d'abaisser notre taux directeur de 25 points de base (pb), le faisant passer à 1,5%. C'est la première fois depuis 2015 que nous procédons à un abaissement de notre taux. D'après notre dernière prévision, qui tient compte de cet assouplissement, l'inflation devrait demeurer dans la plage assimilée à la stabilité des prix au cours des trois années de notre horizon de prévision (voir graphique 2).

Dans notre exposé, mon collègue Thomas Moser et moi-même nous pencherons sur la mise en œuvre et la transmission de notre politique monétaire durant le récent cycle de resserrement, avant d'examiner comment cela a contribué au recul substantiel de l'inflation. Plus précisément, nous commencerons par montrer l'importance des conditions monétaires pour la stabilité des prix, pour observer ensuite comment la mise en œuvre de notre politique de taux d'intérêt sur le segment des prêts gagés du marché monétaire en francs s'est transmise aux autres segments de ce marché, puis à l'économie dans son ensemble. Nous nous attacherons à montrer comment ce mécanisme a concouru à réduire les pressions inflationnistes en Suisse. Enfin, nous évoquerons les interventions de la BNS sur le marché des changes, qui viennent compléter si nécessaire notre politique de taux d'intérêt.

## **La BNS doit maintenir des conditions monétaires appropriées afin d'assurer la stabilité des prix**

**La BNS a atteint son objectif, qui est d'assurer la stabilité des prix à moyen terme.** Le graphique 3 montre le taux d'inflation, en glissement annuel, dans notre pays (courbe noire), ainsi que la moyenne de long terme du taux d'inflation (ligne pointillée) et la plage assimilée par la BNS à la stabilité des prix (zone grisée). Comme vous le voyez, l'inflation est demeurée dans la plage que la BNS assimile à la stabilité des prix pendant la majeure partie

de cette période<sup>1</sup>. En outre, l'inflation annuelle moyenne s'est établie à 0,6% depuis la mise en place de la stratégie actuelle de politique monétaire en 2000.

**Si l'évolution de l'inflation découle aussi bien de facteurs institutionnels que des politiques monétaire et budgétaire, la stabilité des prix dépend quant à elle directement de conditions monétaires appropriées.** Ces dernières sont déterminées par le niveau des taux d'intérêt et le cours de change. Si les taux d'intérêt sont trop bas, les conditions monétaires sont trop souples, ce qui stimule excessivement la demande et accélère l'inflation. À l'inverse, si les taux d'intérêt sont trop hauts, les conditions monétaires se resserrent, ce qui mène à un ralentissement de l'inflation et de l'activité économique. Quant au cours de change, il affecte directement l'inflation par le prix des importations. Si le franc s'apprécie, celui-ci baisse, ce qui réduit la contribution du prix des importations à l'inflation en Suisse<sup>2</sup>. En tant que petite économie ouverte, la Suisse est hautement exposée à l'évolution de la situation hors de ses frontières. Il peut donc arriver que les variations de cours de change se répercutent de manière particulièrement forte sur l'inflation et sur l'activité économique dans notre pays<sup>3</sup>.

**La BNS influe sur les conditions monétaires, principalement par sa politique de taux d'intérêt.** Elle fixe son taux directeur de manière à assurer des conditions monétaires appropriées en Suisse. Lorsqu'elle le modifie, cela influence le niveau des taux d'intérêt en Suisse et le cours du franc (voir graphique 4)<sup>4</sup>. Si la BNS anticipe un taux d'inflation s'inscrivant de manière persistante au-dessus des niveaux souhaitables, elle peut relever son taux directeur et renforcer le franc, ralentissant ainsi l'activité économique et l'inflation. À l'inverse, si elle anticipe une chute du taux d'inflation en dessous de cette plage, elle peut abaisser son taux directeur afin de stimuler l'activité économique et de contribuer à prévenir une déflation.

**Un changement dans le niveau des taux d'intérêt a une large incidence sur l'économie, mais avec un certain décalage dans le temps.** Il se diffuse par différents canaux. Il se répercute ainsi sur le coût du capital, donnant lieu, au fil du temps, à des ajustements dans les décisions de consommation et d'investissement. Il agit également sur le prix des actifs, ce qui se répercute sur le patrimoine des ménages et sur la valeur des actifs servant de garanties. En outre, tout changement du niveau des taux d'intérêt peut influencer sur le cours du franc: par exemple, une augmentation des taux en Suisse entraînerait un resserrement de l'écart de taux

---

<sup>1</sup> Malgré des périodes où l'inflation a temporairement quitté cette plage, la BNS a maintenu la stabilité des prix dans l'ensemble. Le passage temporaire du renchérissement en dessous de 0% ou en dessus de 2%, peut résulter de circonstances exceptionnelles telles que des variations fortes et soudaines du prix du pétrole ou des fluctuations importantes du cours de change.

<sup>2</sup> Le cours du franc influe aussi indirectement sur l'inflation, par le biais de la demande de biens et services suisses: une dépréciation du franc stimule cette demande, alors qu'une appréciation la réduit.

<sup>3</sup> La Suisse se distingue par le fait que sa monnaie peut évoluer indépendamment de facteurs intérieurs. Cela tient au rôle de valeur refuge joué par le franc. Notre monnaie est en effet recherchée par les acteurs du marché dans les périodes de forte incertitude et de turbulences à l'échelle mondiale. Cette caractéristique peut entraîner une hausse soudaine et rapide du cours du franc, augmentant le prix des exportations tout en faisant baisser celui des importations, ce qui peut compromettre la stabilité des prix en créant un environnement déflationniste. Ces dernières années, une série de crises – en particulier la crise financière mondiale et la crise des dettes souveraines dans la zone euro – se sont traduites par une hausse de la valeur extérieure du franc.

<sup>4</sup> Voir Fink, Frei, Maag et Zehnder (2024).

avec l'étranger, ce qui renforcerait le franc et affaiblirait la demande extérieure de biens et services suisses.

**Au besoin, la BNS complète sa politique de taux d'intérêt par d'autres mesures de politique monétaire – en particulier par des interventions de change<sup>5</sup>.** Du fait de l'importance du cours du franc pour l'activité économique et pour l'inflation dans notre pays, et compte tenu du bas niveau des taux d'intérêt en Suisse, les interventions de change peuvent constituer un instrument de politique monétaire important pour la BNS. En vue d'assurer la stabilité des prix, la Banque nationale peut ainsi acheter ou vendre des devises. De telles interventions influent directement sur le cours du franc, et donc sur les prix des biens et services importés (voir graphique 4).

**Lors du récent cycle de resserrement, la BNS a contré l'accélération de l'inflation en relevant son taux directeur et en laissant le franc s'apprécier.** En 2021, lorsque l'inflation a commencé à s'accélérer, elle a d'abord laissé le franc s'apprécier (voir courbe verte du graphique 5), ce qui a eu pour effet d'atténuer les pressions inflationnistes en provenance de l'étranger. La BNS a en outre commencé à vendre des devises au second semestre 2022. La contribution de l'inflation importée (barres jaunes du graphique 5) aurait été encore plus importante depuis la mi-2022 sans cette appréciation du franc<sup>6</sup>. De plus, la BNS a commencé à relever de manière rapide son taux directeur à compter de juin 2022. La courbe rouge du graphique 5, qui montre le taux des swaps à un an basés sur le SARON<sup>7</sup>, reflète ce changement. L'augmentation des taux d'intérêt a contribué à resserrer les conditions monétaires, ce qui a aidé à contenir l'inflation intérieure en atténuant les effets de second tour (voir barres bleues du graphique 5).

**Depuis 2021, la combinaison de la hausse des taux d'intérêt et de l'appréciation du franc a entraîné un resserrement significatif des conditions monétaires en Suisse.** Afin d'évaluer les conditions monétaires d'une économie, on peut recourir à un indice unique agrégeant les taux d'intérêt, le cours de change et d'autres facteurs. Le graphique 6 présente l'indice Goldman Sachs des conditions financières pour la Suisse. Les taux d'intérêt et le cours de change y ont un poids significatif (plus de 60% pour les premiers et 20% pour le second)<sup>8</sup>. Dans le cas de la Suisse, la pondération du cours de change (20%) est la plus forte de tous les pays pour lesquels Goldman Sachs calcule cet indice. Comme vous le voyez, les conditions monétaires se sont considérablement resserrées, dans notre pays, entre 2021 et fin 2023. Le graphique 6 montre que ce resserrement a été entraîné par la hausse des taux d'intérêt (zone rouge) et, surtout, par l'appréciation du franc (zone bleue).

<sup>5</sup> Après avoir fait l'objet d'un examen approfondi en 2022, la stratégie de politique monétaire mentionne désormais explicitement le recours à des mesures supplémentaires pour influencer au besoin sur le cours de change ou sur le niveau des taux d'intérêt.

<sup>6</sup> Par rapport aux niveaux observés chez nos principaux partenaires commerciaux, l'inflation a été relativement modérée en Suisse, ce qui a permis aux exportations suisses de rester concurrentielles, malgré l'appréciation du franc en termes nominaux. En raison de l'écart d'inflation, l'appréciation du franc a été nettement moins prononcée en termes réels.

<sup>7</sup> Swiss Average Rate Overnight.

<sup>8</sup> Les coefficients restants représentent la situation sur les marchés des actions et des obligations d'entreprises.

**Pour influencer sur les conditions monétaires, la BNS doit mettre en œuvre efficacement sa politique de taux d'intérêt afin d'assurer la bonne transmission aux taux du marché.**

Deux termes doivent être expliqués: «mise en œuvre» et «transmission». Par «mise en œuvre», nous entendons ici les mesures prises par la BNS pour maintenir à un niveau proche de son taux directeur les taux à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire en francs, dont le SARON est le principal. Quant au terme «transmission», nous l'utilisons pour décrire la manière dont le taux directeur de la BNS se répercute sur d'autres taux d'intérêt importants des marchés et, *in fine*, sur l'activité économique et l'inflation. Pour mettre en œuvre notre politique de taux d'intérêt, nous recourons à différents instruments. Les principaux sont la rémunération des avoirs à vue des banques à la BNS et les opérations d'*open market*, telles que la conclusion de pensions de titres et l'émission de Bons de la BNS. Ces instruments nous permettent de transmettre ensuite l'impulsion de notre politique monétaire à de nombreux taux d'intérêt du marché.

**La BNS met en œuvre sa politique en matière de taux d'intérêt sur le segment des prêts gagés à court terme du marché monétaire en francs**

**La BNS met en œuvre sa politique de taux d'intérêt en pilotant les taux à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire en francs.** Il est important de noter que le taux directeur de la BNS n'est pas un taux d'intérêt de marché, mais un instrument permettant à la Banque nationale de communiquer le cap de sa politique monétaire. Afin d'influer sur les conditions monétaires en Suisse, la BNS fixe son taux directeur et veille à ce que les taux à court terme des prêts gagés du marché monétaire soient proches de celui-ci. À cette fin, elle dispose de deux instruments: un système de rémunération à deux paliers et des opérations de résorption de liquidités. Le SARON est le principal taux à court terme des prêts gagés sur le marché monétaire en francs<sup>9</sup>. Lors du récent cycle de resserrement de sa politique monétaire, la BNS a relevé son taux directeur de 250 pb, le faisant passer de  $-0,75\%$  à  $+1,75\%$ . Le graphique 7 présente le taux directeur de la BNS (courbe bleue) et le SARON (courbe rouge). Comme on peut le constater, chaque relèvement du taux directeur a été entièrement transmis au SARON.

**La stratégie de mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS contribue à rapprocher de son taux directeur tous les taux à court terme du marché monétaire en francs.** Certains de ces taux, tels que ceux des prêts non gagés et les taux implicites des swaps de devises, influent sur les coûts de financement des établissements financiers, lesquels se répercutent à leur tour sur le prix des produits financiers. La plupart du temps, des mécanismes d'arbitrage maintiennent un lien étroit entre tous les taux à court terme du marché monétaire. Cependant, ces mécanismes peuvent parfois être entravés par des frictions sur le marché. En pareil cas, la stratégie de mise en œuvre choisie par la BNS permet de maintenir ce lien. Par exemple, la Banque nationale peut intervenir directement sur le marché

---

<sup>9</sup> Pour une discussion détaillée de la stratégie actuelle de mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS, voir Maechler et Moser (2022b) et Moser (2023).

des pensions de titres pour influencer sur le SARON. Elle peut aussi influencer les segments du marché sur lesquels elle n'est pas directement active, par la rémunération (actuellement fixée 50 pb en dessous du taux directeur) des avoirs en comptes de virement détenus par les banques et dépassant le seuil de rémunération. Cela est particulièrement utile pour les taux du marché monétaire tels que les taux implicites des swaps de devises. Les Bons de la BNS constituent un autre exemple d'instruments. Il s'agit de titres émis par la BNS, dans le cadre de la stratégie de mise en œuvre de sa politique monétaire, afin de résorber des liquidités. Ils présentent un autre avantage: ils contribuent à rapprocher du taux directeur tous les taux d'intérêt à court terme, puisqu'ils sont accessibles à tous les intervenants sur les marchés financiers, y compris à ceux n'ayant pas accès au marché des pensions de titres en francs, sur lequel le SARON est basé.

**Tous les taux à court terme du marché monétaire en francs suivent de près le taux directeur.** On peut voir sur le graphique 8 que lors du récent cycle de resserrement de la politique monétaire, tous les taux à court terme du marché monétaire ont suivi de près le taux directeur de la BNS. Lorsque la BNS modifie son taux directeur et fait usage de ses instruments de politique monétaire pour maintenir le SARON près de son nouveau taux, les autres taux à court terme du marché monétaire ont tendance à s'ajuster. Lorsque des écarts importants ont été constatés, ils ont été peu nombreux et de courte durée. Ainsi, en fin d'année, nous observons qu'une prime importante est souvent appliquée aux swaps impliquant le dollar des États-Unis et une autre monnaie, y compris le franc. Ce phénomène entraîne des écarts entre les taux de swaps de devises impliquant le franc et le taux directeur de la BNS (courbes jaune et verte du graphique 8). Dans l'ensemble, les taux d'intérêt à court terme de tous les segments du marché monétaire en francs suivent de près le taux directeur de la BNS. Comme le montre le graphique, les écarts ont généralement été modérés et de courte durée, et ils ont été efficacement contenus par différents éléments de notre stratégie de mise en œuvre.

## **La politique monétaire de la BNS se transmet aux taux d'intérêt à plus long terme et à différents segments du marché**

**Pour garantir des conditions monétaires appropriées, il est essentiel que la politique de taux d'intérêt de la BNS soit pleinement mise en œuvre, mais aussi transmise efficacement et largement au marché.** Le prix de certains instruments financiers, tels que les prêts hypothécaires à taux variable, dépend directement du SARON. En outre, la courbe des swaps basés sur le SARON joue un rôle important pour favoriser une large transmission. En effet, cette courbe détermine le prix de la plupart des instruments financiers, comme les prêts hypothécaires libellés en francs, les autres types de prêts et les obligations. Le SARON n'est donc pas seulement le principal taux de référence directement utilisé en Suisse, mais son

influence s'étend également aux autres taux d'intérêt pour le franc du fait qu'il sert aussi de base à la courbe des swaps<sup>10</sup>.

**Les changements apportés à la politique de taux d'intérêt de la BNS se transmettent à la courbe des swaps basés sur le SARON.** La BNS contrôle directement le SARON, qui correspond à la portion des taux à court terme de la courbe des swaps. Mais elle exerce également une influence sur les taux à plus long terme. En effet, elle influe sur les anticipations, par exemple en publiant chaque trimestre sa prévision d'inflation conditionnelle<sup>11</sup>. C'est ce que l'on peut voir dans le graphique 9. Celui-ci présente la courbe des swaps basés sur le SARON pour trois dates. En mai 2022, juste avant le premier relèvement du taux directeur, la pente de la courbe des swaps de taux était croissante, traduisant des anticipations d'augmentation des taux à long terme (courbe bleue). Un an plus tard (courbe rouge), elle était presque horizontale, car les taux à court terme s'étaient accrus bien plus fortement que les taux à long terme, reflétant le fait que les marchés anticipaient qu'il n'était plus nécessaire de relever les taux pour combattre l'inflation. Aujourd'hui, enfin, la courbe est inversée: les intervenants anticipent désormais une inflation modérée et des abaissements du taux directeur de la BNS dans un avenir proche (courbe jaune).

**Les changements apportés à la politique de taux d'intérêt de la BNS se transmettent également à d'autres segments des marchés financiers.** Pour que la transmission soit efficace, il faut que le taux directeur de la BNS se répercute non seulement sur les swaps de taux d'intérêt, mais aussi sur tous les autres segments importants des marchés financiers. Le graphique 10 présente différentes courbes de taux à 10 ans depuis 2021. Comme on peut le voir, les taux des prêts hypothécaires (courbe rouge), qui sont l'un des principaux produits financiers proposés par les banques, présentent une évolution proche de celle des swaps depuis début 2022 (courbe bleue)<sup>12</sup>. Il en a été de même pour d'autres produits financiers, tels que les obligations d'entreprises (courbe verte) et les lettres de gage (courbe jaune). Après une hausse marquée en 2022, les taux de ces produits se sont stabilisés en 2023 et ont même quelque peu reculé ces derniers mois.

**En résumé, la qualité de la transmission de la politique de taux d'intérêt de la BNS aux taux du marché a contribué à réduire les pressions inflationnistes.** Si une partie du ralentissement de l'inflation suisse ces derniers mois découle du recul de l'inflation importée, la politique de taux d'intérêt de la BNS et la qualité de sa transmission ont permis d'atténuer les effets de second tour en maintenant l'ancrage des anticipations d'inflation à moyen-terme. Il faut noter que lors du récent cycle de resserrement monétaire, la BNS est en outre

---

<sup>10</sup> On trouvera une discussion approfondie des conditions dans lesquelles le SARON a remplacé le Libor comme principal taux de référence dans Maechler et Moser (2022a).

<sup>11</sup> La BNS ne pratique pas le cadrage prospectif (*forward guidance*).

<sup>12</sup> La corrélation habituellement forte entre les taux swap et ceux des prêts hypothécaires à taux fixe est réapparue depuis que les taux sont de nouveau positifs. Cette corrélation avait été atténuée lorsque les taux étaient négatifs, car les banques cherchaient à compenser leur marge négative sur les éléments du passif (voir Baeriswyl et al. 2021).

intervenue sur le marché des changes afin de créer des conditions monétaires propices à la stabilité des prix à moyen et à long terme.

## **La BNS complète si nécessaire sa politique de taux d'intérêt par des interventions de change**

**Les interventions de change sont un instrument de politique monétaire bien établi à la BNS.** Depuis de nombreuses années, la BNS y recourt pour compléter l'action de son taux directeur. Elle a ainsi accumulé une expérience considérable dans la mise en œuvre de cet instrument<sup>13</sup>. En particulier, elle a fortement investi dans le savoir-faire et la technologie afin de suivre les développements internationaux les plus récents sur le marché des changes. Deux tendances principales se détachent de ces développements: la transition numérique et la fragmentation des marchés des changes. Ainsi, la plupart des opérations sont désormais exécutées numériquement, non plus sur le marché primaire mais sur des plates-formes de plus en plus nombreuses<sup>14</sup>.

**Lors du récent cycle de resserrement, la BNS a vendu des devises, contribuant ainsi à l'appréciation du franc et freinant l'inflation importée.** Par le passé, la BNS est intervenue sur le marché des changes afin de contrer une pression déflationniste. Ainsi, lors de la pandémie de Covid-19, elle avait acheté des devises pour endiguer une appréciation marquée et soudaine du franc, laquelle avait exercé une pression excessive sur le niveau de l'inflation. À l'inverse, en 2022, dans un contexte d'accélération de l'inflation en Suisse comme à l'échelle mondiale, la BNS a commencé à vendre des devises afin de favoriser l'appréciation du franc et d'atténuer ainsi l'inflation importée (voir graphique 11).

**En résumé, les interventions de change se sont révélées être un instrument important complétant la politique monétaire de la BNS.** Elles sont efficaces pour contrer des pressions tant déflationnistes qu'inflationnistes. Autrement dit, cet instrument est caractérisé par une grande souplesse pour maintenir la stabilité des prix en Suisse. Sans lui, la BNS aurait dû relever bien davantage les taux d'intérêt durant le récent cycle de resserrement monétaire pour assurer des conditions monétaires appropriées.

## **Conclusion**

Depuis son pic de 3,5% en août 2022, l'inflation a fortement reflué en Suisse, s'établissant à 1% en mars dernier. L'action de la BNS sur les conditions monétaires a été déterminante dans le recul des pressions inflationnistes, même si l'atténuation des tensions sur les chaînes de production mondiale et le recul des prix de l'énergie ont également joué un rôle en la matière.

---

<sup>13</sup> Des travaux de recherche (p. ex. Sarno et Taylor, 2001 et Bouchaud, 2022) suggèrent qu'en raison du grand nombre de canaux qu'elles empruntent, les interventions de change peuvent agir sur le cours de change, à court et à long terme: elles influent en effet sur les liquidités, l'équilibre des portefeuilles et l'offre de monnaie, mais envoient également des signaux qui influencent les anticipations. Voir également Cwik et Winter (2024) pour plus de détails quant à l'efficacité des achats de devises de la BNS jusqu'en juin 2022.

<sup>14</sup> Pour une discussion approfondie des changements structurels sur le marché des changes et leurs implications pour la BNS, voir Maechler et Moser (2021).



La Banque nationale a été en mesure de freiner rapidement l'inflation en Suisse, en mettant efficacement en place son taux directeur sur le segment des prêts gagés à court terme du marché monétaire en francs et en assurant une large transmission de sa politique à tous les taux importants des marchés financiers et au cours du franc. Pour soutenir l'action de sa politique de taux d'intérêt, la BNS a également vendu des devises pour contrer les pressions inflationnistes venues de l'étranger. La politique de taux d'intérêt est le principal levier dont dispose la BNS pour agir sur les conditions monétaires. Cependant, dans une petite économie ouverte comme la Suisse, l'expérience a montré que les interventions de change sont un instrument additionnel pour mettre efficacement en place des conditions monétaires qui favorisent la stabilité des prix.

## Bibliographie

- Alcidi, C., M. Barslund, A. Bris, W. P. de Groen, D. Gros et K. Pilbeam (2015), «Currency interventions: Effective policy tool or short-sighted gamble?», *Intereconomics*, ISS 16-964X, Springer, Heidelberg, 50 (2), pp. 64-81.
- Baeriswyl, R., L. M. Fuhrer, P. Gerlach-Kristen et J. Tenhofen (2021), «The Dynamics of Bank Rates in a Negative-rate Environment: The Swiss Case», Banque nationale suisse, *SNB Working Papers*, 2021-05.
- Bouchaud, J.-P. (2022), «The inelastic market hypothesis: a microstructural interpretation», *Quantitative Finance* 22(10), pp. 1785-1795.
- Cwik, T. et C. Winter (2024), «FX interventions as a form of unconventional monetary policy», Banque nationale suisse, *SNB Working Papers*, 2024-04.
- Fink, F., L. Frei, T. Maag et T. Zehnder (2024), «The impact of SNB monetary policy on the Swiss franc and longer-term interest rates», *International Journal of Central Banking*, 20(1), pp. 53–92.
- Gagnon, J.E. (2024), «Supply shocks were the most important source of inflation in 2021-23, but raising rates to curb demand was still appropriate», *PIEE Insider*, 21 février.
- Jordan, T. (2020), «Small country – big challenges. Switzerland’s monetary policy response to the coronavirus pandemic», présentation à la IMF Michel Camdessus Central Banking Lecture, Washington et Zurich, 14 juillet.
- Maechler, A. et T. Moser (2021), «La mutation du marché des changes et ses implications pour la Banque nationale», BNS, Apéritif «Marché monétaire», 11 novembre.
- Maechler, A. et T. Moser (2022a), «La relève du Libor: de nouveaux taux d’intérêt de référence en vigueur», Apéritif «Marché monétaire», 31 mars.
- Maechler, A. et T. Moser (2022b), «Retour aux taux d’intérêt positifs: pourquoi un système de rémunération à deux paliers?», Apéritif «Marché monétaire», 17 novembre.
- Moser, T. (2023), «Mise en œuvre de la politique monétaire dans le contexte de taux d’intérêt positifs et d’un bilan important: premières expériences», Apéritif «Marché monétaire», 9 novembre.
- Sarno, L. et M.P. Taylor (2001), «Official intervention in the foreign exchange market: is it effective and, if so, how does it work?», *Journal of Economic Literature*, 52(1), 830-868.

---

# Politique monétaire de la BNS: mise en œuvre et transmission durant le récent cycle de resserrement

Antoine Martin

Membre de la Direction générale, Banque nationale suisse

Thomas Moser

Membre de la Direction générale élargie, Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Zurich, le 18 avril 2024

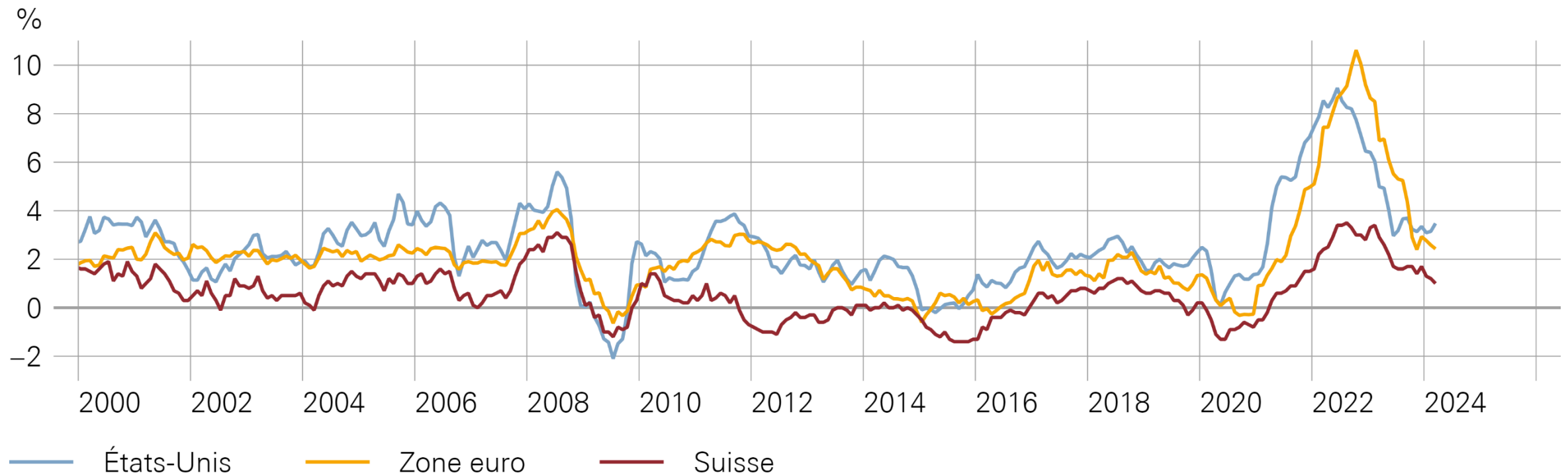
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



# L'inflation s'est notablement repliée dans le monde, après un pic au second semestre 2022

## PRIX À LA CONSOMMATION DANS LE MONDE

Variation sur 12 mois

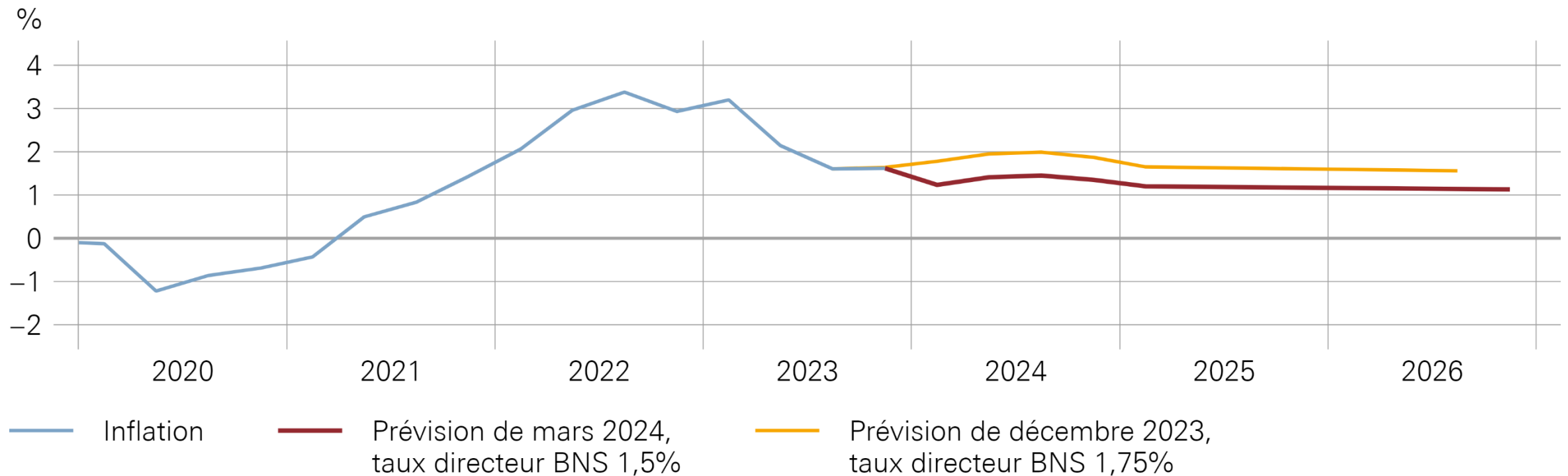


Sources: BLS, BNS, Eurostat et OFS.

# La prévision d'inflation conditionnelle de la BNS s'inscrit pour les prochaines années dans la plage assimilée à la stabilité des prix

## PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE DE MARS 2024

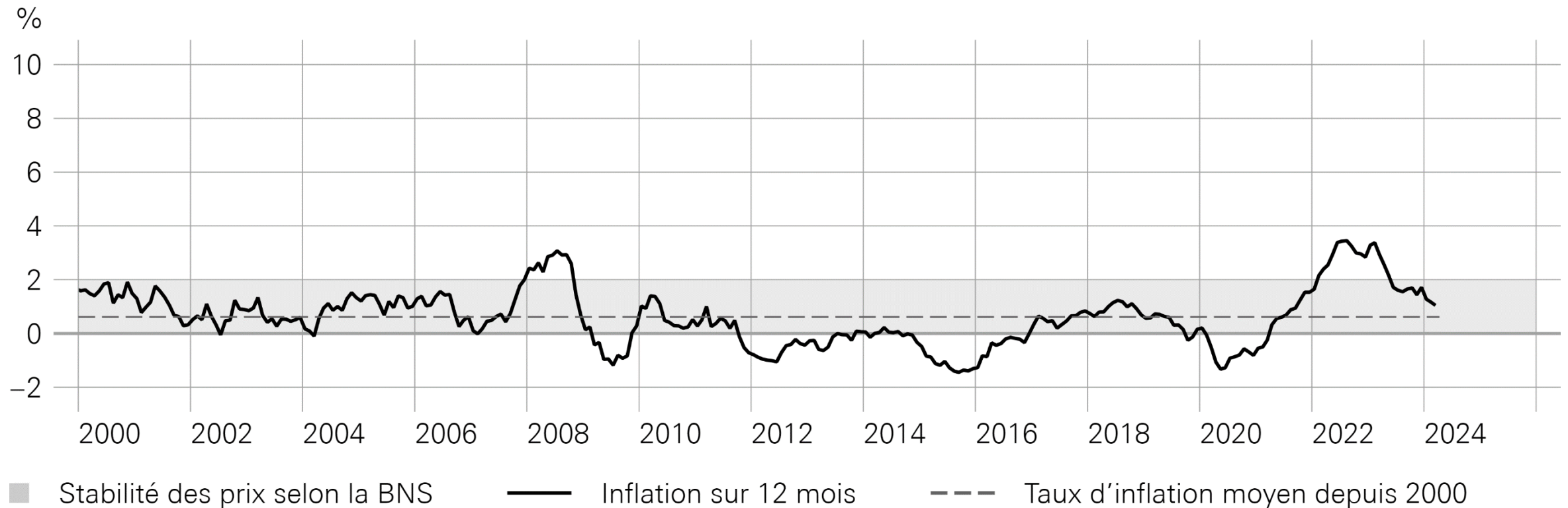
Variation sur 12 mois



Sources: BNS et OFS.

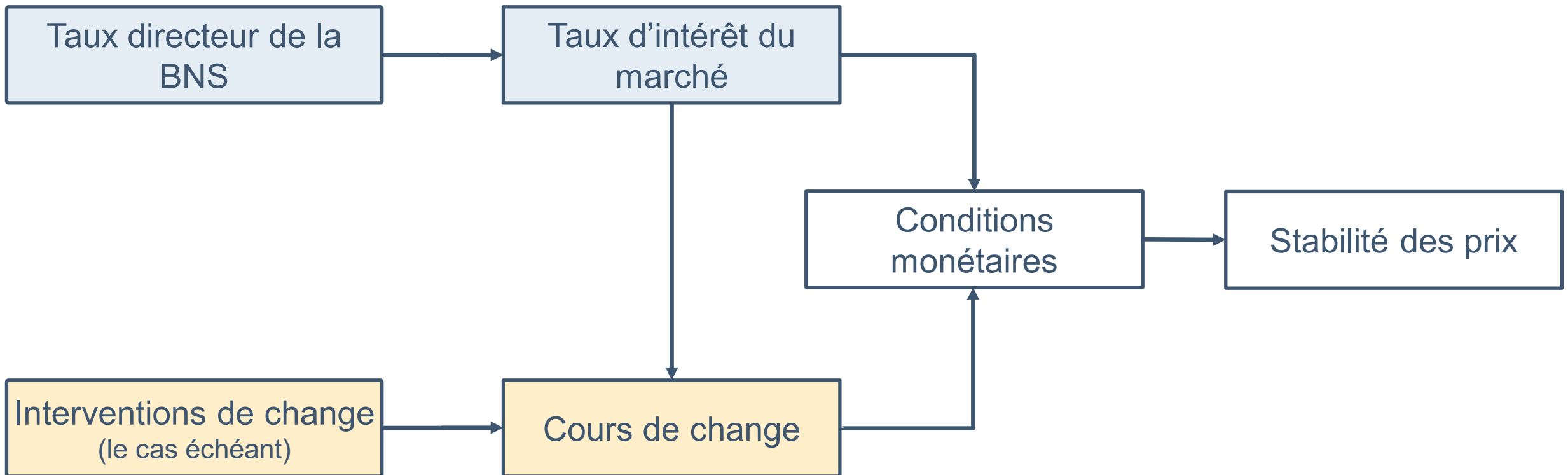
# Depuis 2000, la BNS a atteint son objectif de maintenir la stabilité des prix à moyen terme

## INFLATION EN SUISSE ET STABILITÉ DES PRIX SELON LA DÉFINITION DE LA BNS



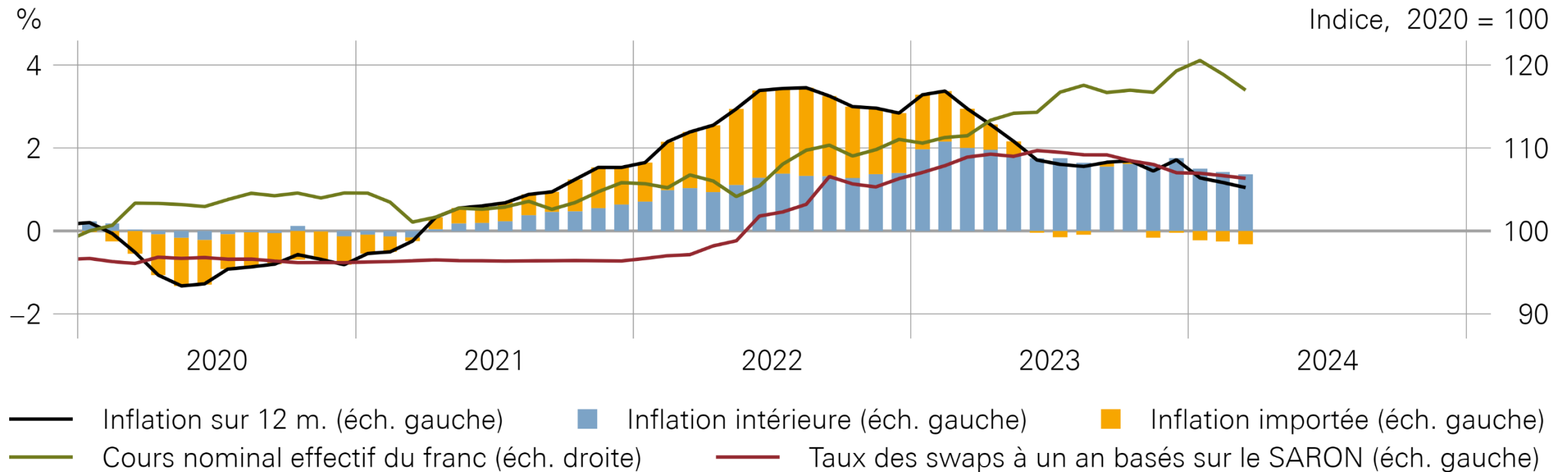
**Sources:** BNS et OFS.

# La BNS doit maintenir des conditions monétaires appropriées afin d'assurer la stabilité des prix



# La BNS doit maintenir des conditions monétaires appropriées afin d'assurer la stabilité des prix

## INFLATION EN SUISSE ET CONTRIBUTIONS, COURS DU FRANC ET TAUX DES SWAPS BASÉS SUR LE SARON



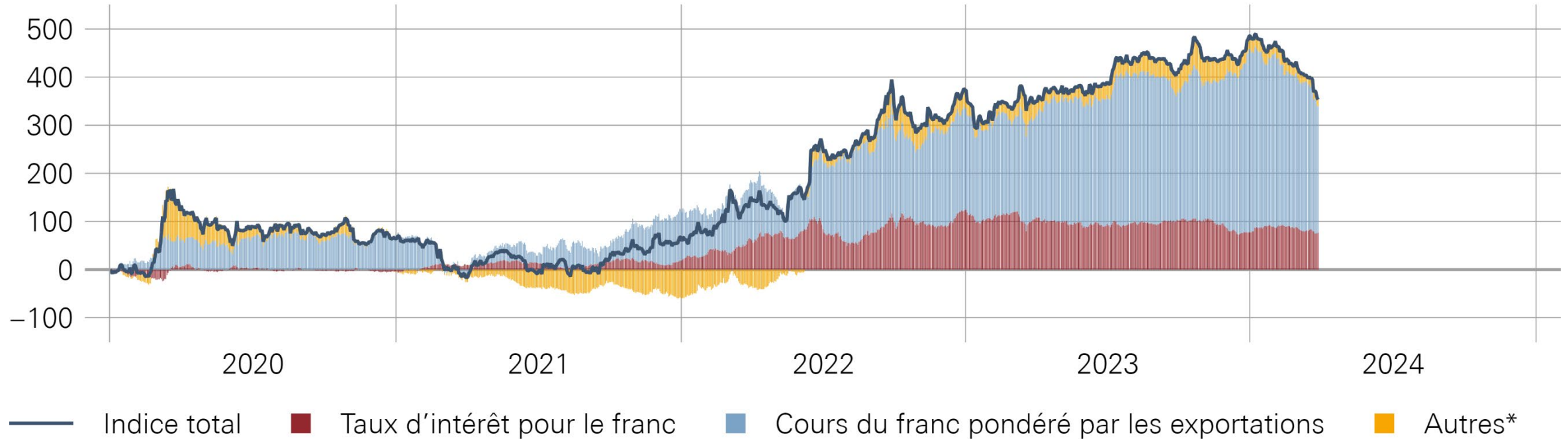
Sources: Bloomberg, BNS, FMI et OFS.



# Les conditions monétaires se sont nettement resserrées depuis 2021

## INDICE GOLDMAN SACHS DES CONDITIONS FINANCIÈRES POUR LA SUISSE ET CONTRIBUTIONS

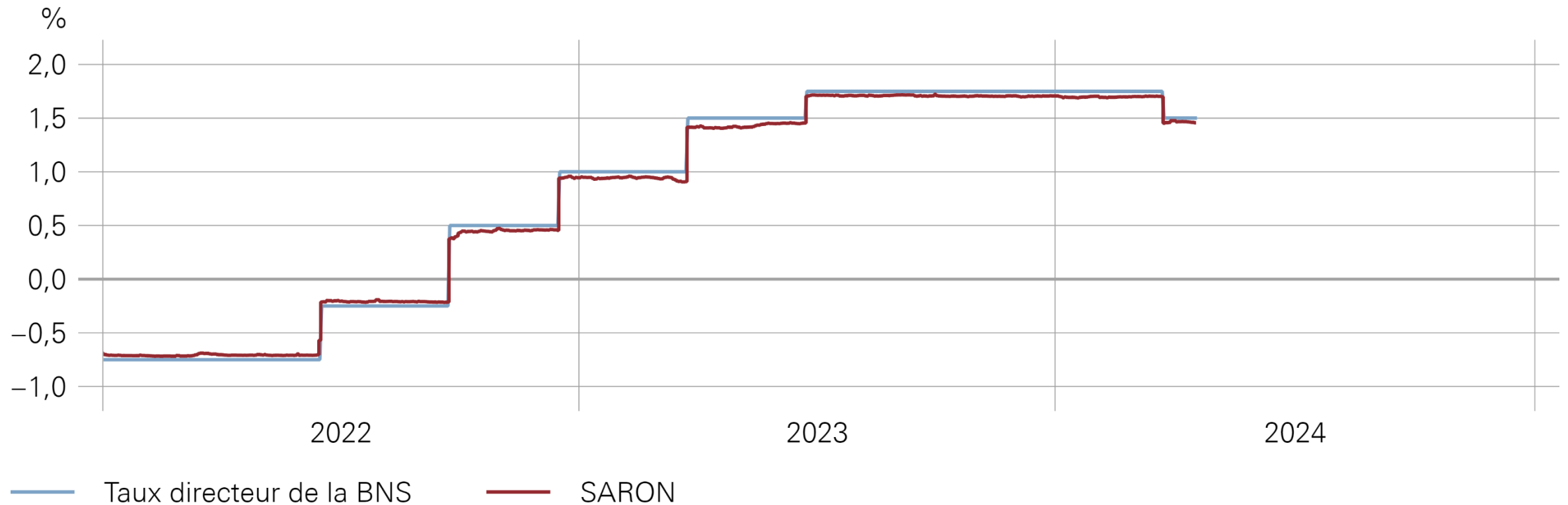
Indice, 2020 = 0



**Sources:** BNS et Goldman Sachs. **Note:** \* notamment écart de crédit et actions.

# La BNS met en œuvre sa politique de taux en maintenant les taux à court terme du marché monétaire en francs proches de son taux directeur

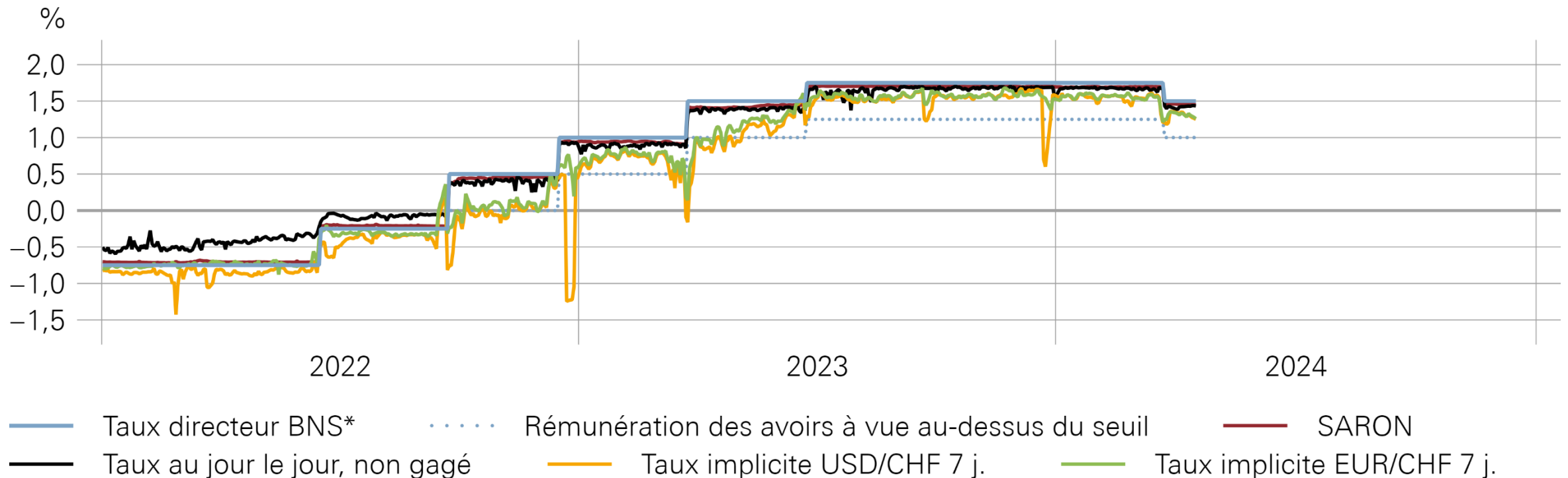
## TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET SARON



Source: BNS.

# Tous les taux à court terme du marché monétaire en francs sont proches du taux directeur

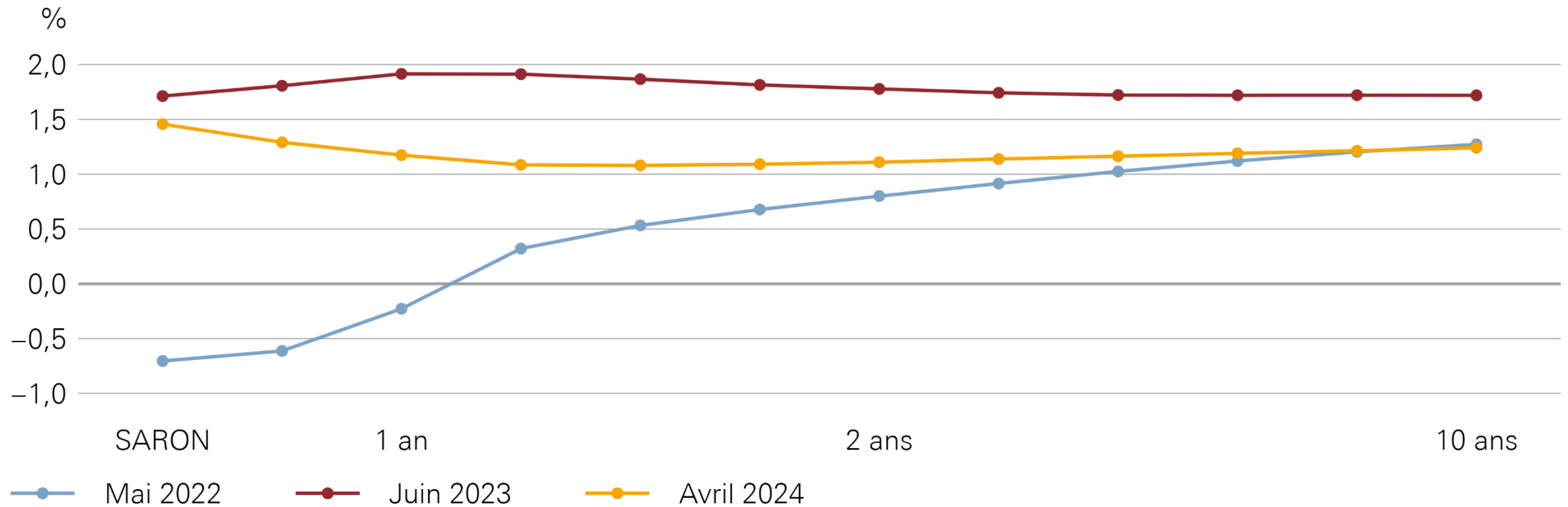
## TAUX DIRECTEUR DE LA BNS ET TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN FRANCS



**Sources:** Bloomberg, BNS, Gottex Brokers (anciennement Cosmorex) et Instimatch. \*Taux de rémunération des dépôts à vue jusqu'au seuil, dès septembre 2022.

# Les changements apportés à la politique de taux de la BNS se transmettent à la courbe des swaps de taux basés sur le SARON

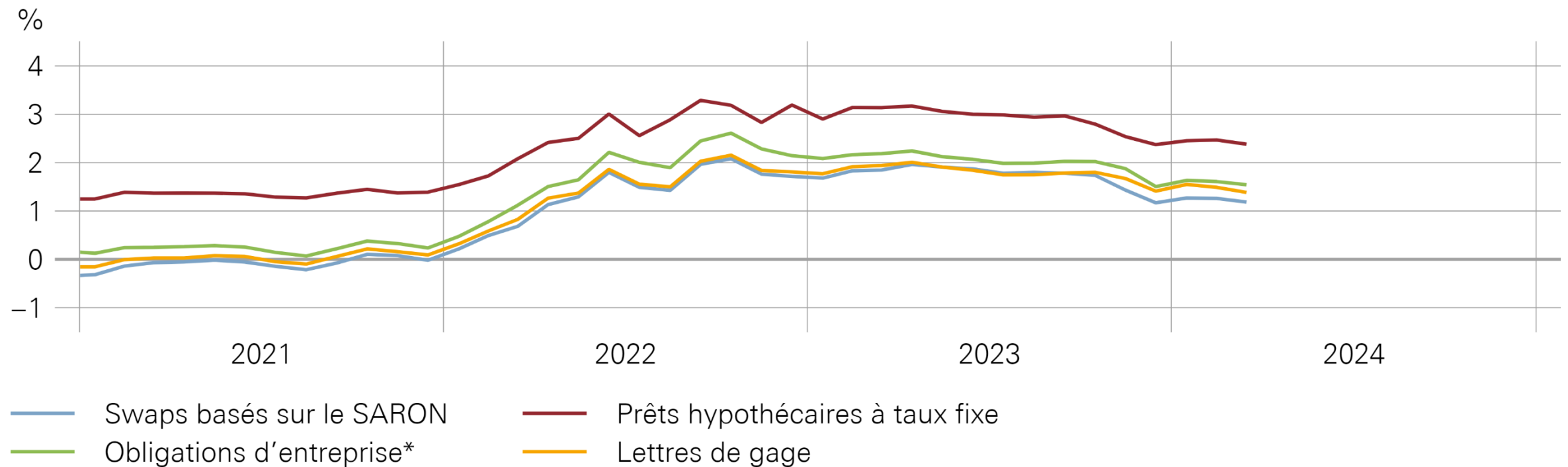
## COURBE DES SWAPS BASÉS SUR LE SARON



**Sources:** Bloomberg et BNS.

# La politique monétaire de la BNS se transmet à différents segments du marché

## TAUX D'INTÉRÊT À 10 ANS SUR DIVERS SEGMENTS DU MARCHÉ

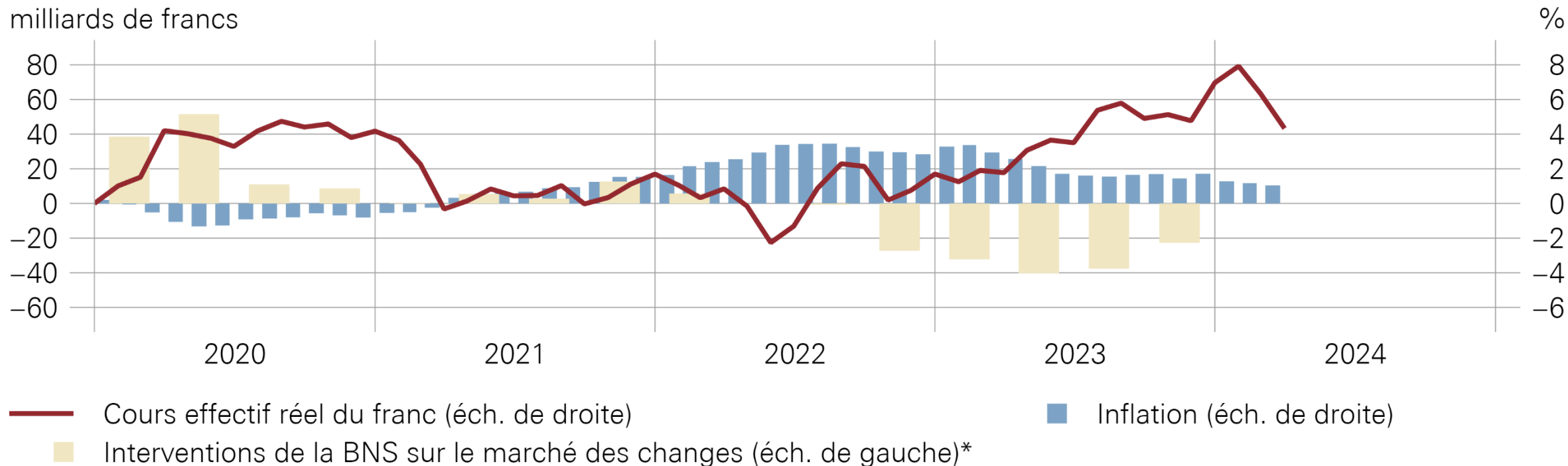


\* Y compris les entreprises de l'industrie (centrales électriques incluses) et du commerce.

**Sources:** Bloomberg et BNS.

# La BNS a vendu des devises afin de favoriser l'appréciation du franc et d'atténuer ainsi l'inflation importée

## COURS EFFECTIF DU FRANC, INFLATION ET INTERVENTIONS DE CHANGE DE LA BNS



\*Données relatives aux interventions de change publiées jusqu'au quatrième trimestre 2023.

**Sources:** BNS, FMI et OFS.

---

Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

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

