

Embargo jusqu'au
9 novembre 2023, 18 h 30

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»

Thomas Moser*

Membre de la Direction générale élargie

Banque nationale suisse

Genève, le 9 novembre 2023

© Banque nationale suisse (exposé donné en anglais)

* L'intervenant remercie Florian Böser et Dirk Faltin de leur aide pour préparer le présent exposé. Ses remerciements s'adressent également à Toni Beutler, Lucas Fuhrer, Kerstin Kehrlé, Mico Loretan, Alexander Perruchoud, Raphael Reinke et Michael Schäfer pour leurs précieux commentaires et aux services linguistiques de la BNS pour les traductions.

Mesdames et Messieurs,

C'est un immense plaisir pour moi de vous accueillir à l'Apéritif «Marché monétaire» de la Banque nationale suisse (BNS), ici à Genève. Je me réjouis de vous voir en aussi grand nombre.

Après une décennie d'inflation quasiment nulle et presque huit années marquées par des taux d'intérêt négatifs, la BNS a refait passer son taux directeur en zone positive au mois de septembre 2022. Nous avons alors adopté une nouvelle stratégie de mise en œuvre de notre politique monétaire sur le marché monétaire. Lors de l'Apéritif «Marché monétaire» de l'année passée, Andréa Maechler et moi-même avons parlé du passage à un taux directeur positif et de la stratégie de mise en œuvre que nous venions d'adopter¹. J'aimerais aujourd'hui vous faire part des premières expériences que nous avons faites avec cette nouvelle stratégie. Cela me permettra aussi d'examiner si cette dernière doit s'appliquer à plus long terme une fois que nous aurons suffisamment réduit la taille de notre bilan. Cette question préoccupe également les autres banques centrales et fait actuellement l'objet d'un débat à l'échelle internationale impliquant aussi bien des universitaires que des spécialistes du terrain.

Avant d'aborder ces thèmes, j'aimerais vous présenter brièvement l'environnement économique actuel et la politique monétaire menée par la BNS.

Environnement économique actuel et politique monétaire de la BNS

L'inflation est en recul tant en Suisse qu'à l'étranger. Au cours de l'année écoulée, le repli du renchérissement mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) a fait suite à une période de 18 mois où les taux d'inflation avaient fortement augmenté, atteignant au deuxième semestre 2022 des sommets inégalés depuis des décennies. La diapositive 3 présente l'évolution de l'inflation, en glissement annuel, aux États-Unis (ligne bleue) et dans la zone euro (ligne orange). Comme vous pouvez le voir, l'inflation s'était établie à 10% dans ces deux zones économiques au troisième trimestre 2022. En Suisse (ligne rouge), elle avait atteint, en glissement annuel, son point le plus haut en août 2022 (3,5%). Depuis lors, elle a reculé, pour revenir dans la plage que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix, à savoir une hausse annuelle de l'IPC comprise entre 0% et 2%.

Ce recul s'explique par l'atténuation de plusieurs facteurs favorisant l'inflation et par le resserrement significatif de la politique monétaire. Ainsi, les goulets d'étranglement provoqués dans les chaînes mondiales d'approvisionnement par la pandémie de Covid-19 se sont considérablement atténués ces derniers temps. En outre, après l'accélération historique enregistrée en 2022, la hausse des prix de l'énergie et des denrées alimentaires a retrouvé un rythme plus modéré. Il est important de noter qu'en plus de ces facteurs, le resserrement des conditions monétaires par les banques centrales a sensiblement contribué à réduire le

¹ Voir Maechler et Moser (2022b).

renchérissement. En Suisse, ce resserrement résulte des relèvements du taux directeur opérés par la BNS et de l'accroissement de la valeur extérieure du franc.

Les banques centrales ont non seulement relevé leurs taux directeurs, mais aussi réduit la taille de leur bilan. Sur la diapositive 4, le graphique de gauche montre que la Réserve fédérale des États-Unis (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE) ont relevé de manière rapide et significative leurs taux directeurs au cours des deux dernières années. De même, la BNS a relevé le sien de 250 points de base depuis juin 2022, pour le porter à son niveau actuel de 1,75%. Lors de notre examen du 21 septembre 2023 de la situation économique et monétaire, nous avons décidé de laisser inchangé notre taux directeur². Nous avons cependant signalé qu'un nouveau resserrement ne saurait être exclu pour garantir la stabilité des prix à moyen terme. En outre, comme vous pouvez l'observer sur le graphique à droite, la BNS – à l'instar d'autres banques centrales – a commencé à réduire son bilan³. Ce dernier avait atteint un volume record en 2022. Il était alors sept fois supérieur à son niveau d'avant la crise financière mondiale de 2008, ce qui représentait près de 150% du PIB de la Suisse. Depuis, il s'est réduit d'environ 23%.

Dans le cas de la BNS, la réduction du bilan a résulté de ventes de devises⁴. Ces dernières années, nous avons déclaré à plusieurs reprises que nous étions disposés à intervenir au besoin sur le marché des changes pour assurer des conditions monétaires appropriées en Suisse. Ainsi, les acteurs du marché savent que les interventions sur le marché des changes constituent un outil supplémentaire à la disposition de la politique monétaire de la BNS. La diapositive 5 présente les interventions sur le marché des changes conduites par la BNS à compter de 2020. Depuis le deuxième trimestre 2022 jusqu'au deuxième trimestre 2023 compris, nous avons vendu des devises pour une contre-valeur d'environ 101 milliards de francs. Ces ventes de devises ont favorisé l'appréciation du franc, contribuant ainsi à contrer les pressions inflationnistes venant de l'étranger.

Motifs justifiant de rémunérer les avoirs à vue

Je vais maintenant me pencher sur la stratégie de la Banque nationale concernant la mise en œuvre de sa politique monétaire et, en particulier, sur les raisons qui justifient que nous rémunérions les avoirs à vue détenus par les banques commerciales à la BNS.

La BNS met en œuvre sa politique monétaire en fixant son taux directeur et en veillant à maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de son taux directeur. Le SARON (Swiss Average Rate Overnight) est le taux d'intérêt à court terme le plus important pour le franc (voir diapositive 7). Depuis l'abandon du Libor, il est devenu *le* taux de référence pour le franc. C'est sur ce taux que la BNS concentre son

² Voir [Remarques introductives de la Direction générale](#) lors de l'examen du 21 septembre 2023 de la situation économique et monétaire.

³ En plus de mener une politique restrictive en matière de taux d'intérêt, la Fed et la BCE ont resserré leur politique monétaire en réduisant leur bilan de manière passive.

⁴ Voir [l'édition 2022 du Rapport de gestion de la BNS](#) pour de plus amples détails sur la réduction du bilan. Celle-ci s'explique aussi en partie par des pertes de valeurs enregistrées sur les actifs.

attention pour la mise en œuvre de sa politique en matière de taux d'intérêt sur le marché monétaire. Comme le SARON se fonde principalement sur les opérations interbancaires effectives, son calcul doit s'appuyer sur une base solide, ce qui requiert un volume d'activités suffisant sur le marché monétaire interbancaire⁵. Dans ce contexte, nous recourons à deux éléments pour la mise en œuvre de notre politique monétaire: premièrement, un système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue (*reserve tiering*); et secondement, la résorption d'une partie de ces avoirs à vue à l'aide d'opérations d'*open market* temporaires. Le système à deux paliers favorise les transactions entre banques, accroissant le volume des opérations sur le marché monétaire interbancaire. Mais pourquoi est-il nécessaire de rémunérer les avoirs à vue détenus par les banques commerciales à la BNS?

Depuis la crise financière mondiale, la situation des banques commerciales a fondamentalement changé en termes de liquidités. Après avoir fait passer leurs taux directeurs à zéro voire dans la zone négative, de nombreuses banques centrales ont continué à assouplir leur politique monétaire, principalement en procédant à des achats d'actifs. La BNS se trouvait alors fréquemment confrontée à de fortes pressions à la hausse sur le franc. Pour atténuer ces pressions et assurer des conditions monétaires appropriées, elle a acheté des devises, ce qui a inévitablement eu pour effet d'augmenter l'offre de liquidités disponibles. Un excédent structurel s'est donc constitué, l'offre de liquidités dépassant fortement la demande structurelle émanant des banques commerciales⁶.

Dans un contexte caractérisé par un excédent structurel de liquidités, la rémunération des avoirs à vue est le seul instrument efficace pour maintenir les taux du marché monétaire en zone positive. En effet, elle constitue pour les banques commerciales le principal moyen d'utiliser autrement leurs excédents qu'en les prêtant sur le marché interbancaire. C'est pourquoi la rémunération des liquidités détenues par les banques commerciales auprès de la banque centrale devient le point de repère pour les taux d'intérêt du marché monétaire. En rémunérant les avoirs à vue, les banques centrales peuvent donc piloter les taux du marché monétaire à un niveau proche de leur taux directeur. La stratégie choisie par la BNS est de recourir à un système à deux paliers, c'est-à-dire qu'elle applique son taux directeur non pas à l'ensemble des avoirs à vue détenus auprès d'elle par les banques commerciales, mais uniquement à ceux en deçà du seuil spécifique fixé pour chaque établissement. Au-delà de ce seuil, les liquidités sont rémunérées à un taux d'intérêt inférieur.

Piloter les taux d'intérêt du marché monétaire sans rémunérer les avoirs à vue aurait nécessité de renouer avec le déficit structurel de liquidités et donc de réduire grandement le volume de ces dernières. La BNS aurait alors dû vendre des devises en quantité importante, ou effectuer des opérations d'*open market* d'une ampleur similaire afin de résorber les liquidités. Or cela

⁵ Voir Maechler et Moser (2022a).

⁶ La demande structurelle résulte des exigences réglementaires, des obligations liées aux paiements et de la constitution, par les banques, de réserves de précaution. Outre les exigences relatives aux réserves minimales, les réglementations instaurées en matière de liquidités susceptibles d'influer sur la demande structurelle des banques commerciales comprennent le ratio de liquidité à court terme (*liquidity coverage ratio*) et le ratio structurel de liquidité à long terme (*net stable funding ratio*).

aurait été impossible en si peu de temps et nous n'aurions pas pu piloter efficacement les taux d'intérêt du marché monétaire. Nous avons donc décidé de mettre en place un système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue, et de résorber une part de ces liquidités, afin de piloter les taux d'intérêt à court terme tout en maintenant, sur le marché monétaire, un volume approprié d'opérations interbancaires. Afin de réduire le niveau des avoirs à vue, nous avons recours à des pensions de titres destinées à résorber des liquidités et émettons des Bons de la BNS.

Premières expériences avec la nouvelle stratégie de mise en œuvre de la politique monétaire

Vous vous demanderez certainement comment notre nouvelle stratégie a fonctionné jusqu'à présent. La réponse tient en deux mots: «très bien». Cette nouvelle stratégie nous a en effet permis de mettre en œuvre notre politique monétaire de façon efficace, aussi bien en temps normal qu'en période de tensions sur les marchés financiers. Permettez-moi de vous livrer mes réflexions à ce sujet.

Depuis que nous nous trouvons à nouveau dans un contexte de taux d'intérêt positifs, le SARON s'est maintenu à des niveaux proches du taux directeur de la BNS, et les échanges interbancaires sont restés robustes. Comme le montre la diapositive 9, le SARON (ligne rouge) ne s'est écarté du taux directeur de la BNS (ligne bleue) que de quelques points de base depuis septembre 2022. Ces écarts sont comparables à ceux observés les derniers mois où le taux directeur était négatif⁷. Le taux directeur de la BNS s'est également bien transmis aux autres segments du marché monétaire et aux taux d'intérêt à plus long terme. Pour ce qui est de l'activité interbancaire, les opérations au jour le jour sur le marché des pensions de titres (partie ombrée) sont demeurées robustes depuis que le taux directeur est redevenu positif. En moyenne, le volume quotidien des opérations au jour le jour s'est élevé à 14 milliards de francs. Ce résultat a été obtenu à la fois grâce au système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue et à la réduction de ces avoirs à vue au travers d'opérations d'*open market*.

Les opérations de prise en pension (*reverse repos*) et les Bons de la BNS se sont révélés être des outils de résorption efficaces, et sont venus compléter les instruments utilisés sur le marché monétaire. La BNS recourt à des instruments financiers qui résorbent des liquidités détenues par les banques commerciales, dans une mesure suffisante pour maintenir le SARON à un niveau proche du taux directeur de la BNS, mais sans compromettre le niveau des opérations interbancaires sur le marché monétaire. La BNS rémunère ces instruments au taux du marché afin de créer une demande suffisante. Lorsque nous avons fait passer notre taux directeur en zone positive en septembre 2022, nous avons dû résorber des volumes importants de liquidités dans un laps de temps relativement court. C'est ce que montre le graphique de

⁷ Voir Maechler et Moser (2020), pour une discussion relative à la mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS en période de taux directeur négatif.

gauche sur la diapositive 10. Un an plus tard, fin septembre dernier, l'encours des opérations d'*open market* représentait 155 milliards de francs (41% d'opérations de prise en pension à une semaine et 59% de Bons de la BNS).

Avec les Bons de la BNS, nous avons réussi à attirer une large base d'intervenants sur le marché. Il s'agit de créances comptables à court terme négociables, qui peuvent être détenues par des banques ou des entreprises du secteur non bancaire. Comme vous pouvez l'observer sur le graphique de droite, l'acquisition de Bons de la BNS était, initialement, surtout le fait de banques résidentes. La demande s'est ensuite diversifiée, au fur et à mesure que d'autres acteurs du marché se sont familiarisés avec ce nouvel instrument financier. Les entreprises non résidentes, tous secteurs confondus, ont elles aussi commencé à y recourir de plus en plus, contribuant ainsi à une large transmission de la politique monétaire mise en œuvre par la BNS. En août 2023, les banques résidentes détenaient 28% de l'encours des Bons de la BNS (rouge foncé), contre 72% pour les autres acteurs (rouge clair).

Notre stratégie de mise en œuvre a fait ses preuves non seulement en temps normal, mais aussi pendant les périodes de tensions sur les marchés financiers. Au mois de mars de cette année, la BNS a été appelée à fournir au Credit Suisse une aide substantielle sous forme de liquidités. Cela a entraîné une augmentation correspondante des liquidités disponibles, comme l'indique la ligne bleue du graphique 11. Alors que le Credit Suisse était confronté à des retraits de fonds considérables de la part de sa clientèle, d'autres établissements enregistraient en revanche d'importantes rentrées de fonds. En conséquence, l'offre de liquidités a augmenté, tandis que la demande a baissé sur le marché monétaire. En conséquence, le SARON (ligne rouge) ainsi que d'autres taux d'intérêt du marché monétaire en francs ont subi une certaine pression à la baisse et commencé à davantage s'écarter du taux directeur de la BNS.

Au début, la BNS a effectué des opérations de prise en pension au jour le jour pour absorber les liquidités supplémentaires et atténuer la pression à la baisse sur les taux d'intérêt du marché monétaire. Plus précisément, en plus de poursuivre ses opérations ordinaires de résorption de liquidités (prise en pension à une semaine et Bons de la BNS avec une échéance comprise entre 28 et 336 jours), nous avons fixé un plancher dans le segment au jour le jour du marché des pensions de titres, en offrant des pensions de titres au jour le jour destinées à résorber des liquidités. Ces dernières sont représentées sur le graphique par des losanges bleus. Cela a eu pour effet de contrer les pressions à la baisse sur les taux d'intérêt du marché monétaire, SARON compris. L'écart entre le SARON et le taux directeur de la BNS n'a, depuis, jamais dépassé dix points de base.

La BNS a ensuite continué à stabiliser la situation du marché monétaire en accroissant l'encours de ses opérations de résorption et en les diversifiant. Entre mars et juin, nous avons émis des Bons de la BNS assortis d'une échéance de sept jours, en complément des échéances ordinaires plus longues. Pour les acteurs du marché, cette échéance courte était attrayante, dans un contexte de tensions sur les marchés financiers. La large gamme d'instruments de résorption de liquidités proposée par la BNS a permis à celle-ci d'accroître très rapidement

ses capacités en la matière. En conséquence, le SARON s'est encore rapproché du taux directeur de la BNS alors que la situation d'ensemble du marché monétaire se normalisait. En juin, les distorsions ayant affecté le marché monétaire en francs du fait de la crise du Credit Suisse avaient disparu.

Rôle du coefficient du seuil de rémunération dans notre stratégie de mise en œuvre de la politique monétaire

Compte tenu de cette évaluation positive de notre stratégie de mise en œuvre, pourquoi avons-nous récemment annoncé que nous ajustons notre coefficient du seuil de rémunération? Ou, plus généralement, quel est le rôle de ce coefficient dans la stratégie de mise en œuvre de notre politique monétaire?

Le coefficient du seuil de rémunération détermine le volume des avoirs à vue rémunérés au taux directeur de la BNS. Comme je l'ai indiqué, les avoirs à vue d'une banque sont rémunérés au taux directeur de la BNS jusqu'à un seuil propre à l'établissement concerné; au-delà de ce seuil, le taux de rémunération correspond au taux directeur réduit de 50 points de base. En ce qui concerne les banques soumises à l'obligation de détenir des réserves minimales, on calcule le seuil individuel en multipliant la moyenne mobile du montant des réserves minimales requises des 36 périodes d'application précédentes par le coefficient du seuil. Ce coefficient est donc le principal facteur déterminant le volume des avoirs à vue rémunérés au taux directeur de la BNS. Il est actuellement fixé à 28; toutefois, comme nous l'avons annoncé la semaine dernière, il passera à 25 au 1^{er} décembre 2023⁸. Comment cette modification affectera-t-elle les banques?

Le système de rémunération à deux paliers favorise les opérations sur le marché interbancaire. Les banques se répartissent en deux groupes: celles dont les avoirs à vue dépassent le seuil qui leur a été assigné, qui sont représentées dans la partie supérieure de la diapositive 13; et celles dont les avoirs à vue sont en deçà du seuil, qui sont représentées dans la partie inférieure de la diapositive. Lorsque les avoirs à vue d'une banque dépassent le seuil de rémunération, celle-ci peut soit utiliser l'excédent dans le cadre des opérations de résorption de la BNS, soit le prêter à des établissements dont les avoirs à vue sont inférieurs au seuil (voir diapositive 14). Le système garantit ainsi un certain volume d'opérations sur le marché interbancaire.

Dans le contexte de ventes de devises par la BNS, le volume de liquidités diminue, ce qui peut entraîner une baisse des opérations sur le marché interbancaire. La diapositive 15 en montre les raisons. Les banques représentées dans la partie supérieure de la diapositive voient baisser la part de leurs avoirs à vue dépassant le seuil fixé. Celles qui n'atteignent pas le seuil (partie inférieure de la diapositive) voient leurs avoirs à vue également diminuer. Lorsque la part des avoirs à vue dépassant le seuil décroît, les banques ont moins besoin de participer aux

⁸ Voir le [communiqué de presse La BNS procède à des adaptations dans la rémunération des avoirs à vue](#), du 30 octobre 2023. Nous avons également annoncé que les avoirs à vue détenus par les banques pour satisfaire aux exigences en matière de réserves minimales ne seront plus rémunérés, ce qui réduit le coût des intérêts à payer par la BNS.

opérations de résorption de la BNS ou de prêter des liquidités à d'autres établissements. En conséquence, et toutes choses égales par ailleurs, plus la BNS vend de devises, plus il est probable que le volume des opérations interbancaires recule. Toutefois, un recul excessif aurait pour effet d'altérer la solidité de la base de calcul sur laquelle se fonde le SARON. Que peut faire la BNS pour prévenir cette situation?

Pour contrer les effets d'une baisse des liquidités sur les opérations interbancaires, la BNS peut réduire la résorption de liquidités au moyen de ses opérations temporaires d'*open market*, et abaisser le coefficient du seuil de rémunération. En abaissant le coefficient du seuil, la BNS abaisse mécaniquement le seuil de chaque banque, comme le montre la diapositive 16. Certains établissements verront ainsi augmenter la part de leurs avoirs à vue dépassant le seuil fixé, qu'ils pourront alors échanger sur le marché interbancaire ou utiliser dans le cadre des opérations de résorption de la BNS. Il est important de noter qu'il s'agit là d'ajustements de nature purement technique et qui n'affectent en rien le cap de la politique monétaire menée par la BNS.

Perspectives à plus long terme pour la mise en œuvre de la politique monétaire

Permettez-moi d'adopter une perspective à plus long terme et d'aborder le débat international en cours concernant les différentes stratégies de mise en œuvre de la politique monétaire.

Deux approches concernant la mise en œuvre de la politique monétaire sur les marchés monétaires sont actuellement débattues. La taille des bilans des banques centrales diminuant (et, avec elle, le volume de liquidités fournies au secteur bancaire), deux questions importantes se posent: quel est le niveau de liquidités adéquat? Et comment la politique monétaire devrait-elle être mise en œuvre à plus long terme? L'intérêt que suscitent ces questions est manifeste au vu du nombre d'articles que leur consacrent les banques centrales et les organisations internationales⁹. La principale question est la suivante: les banques centrales devraient-elles conserver le système actuel d'excédents structurels de liquidités ou revenir au système de déficits structurels de liquidités qui était majoritaire avant la crise financière mondiale? Voyons rapidement quelles sont les principales caractéristiques de ces deux systèmes.

⁹ Pour de plus amples précisions sur le retour au système de corridor, voir Borio (2023) et Schnabel (2023). Dans le cadre de ses ventes d'actifs, la Banque d'Angleterre (2022) évoque les implications de diverses approches de mise en œuvre de sa politique monétaire pour son bilan et pour le pilotage des taux d'intérêt à court terme. Hauser (2023) explique pourquoi le maintien de la stabilité financière devrait nécessiter un stock de liquidités significativement plus élevé qu'avant 2008. Il présente également des manières susceptibles d'atténuer les coûts et les risques qui en découlent. De son côté, le Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale (2019) explique comment la Fed entend mettre en œuvre sa politique selon un régime dans lequel, d'une part, l'abondance de liquidités garantit que le niveau du taux des fonds fédéraux et d'autres taux à court terme est avant tout déterminé par les taux que la Fed fixe elle-même, et, d'autre part, une gestion active du volume des avoirs à vue (*reserves*) n'est pas nécessaire. Perli (2023) tire un certain nombre de leçons pour la mise en œuvre de la politique monétaire de la Fed sur la période récente, tandis que Afonso et al. (2022) s'intéressent à l'évolution de l'approche de la Fed en la matière depuis la période antérieure à la crise financière mondiale.

La principale différence tient à la quantité totale de liquidités disponibles pour le secteur bancaire. Comme le montre le graphique de gauche sur la diapositive 18, dans un système de plancher une banque centrale fournit des liquidités qui excèdent largement la demande structurelle des banques. En conséquence, les taux d'intérêt du marché monétaire ne réagissent pas aux fluctuations de l'offre de liquidités, et leur niveau est déterminé par le taux d'intérêt auquel la banque centrale rémunère les avoirs à vue. Il s'ensuit que le taux d'intérêt interbancaire se situe au niveau «plancher» des taux fixés par la banque centrale, d'où le nom de «système de plancher». Dans un système de corridor, en revanche, la banque centrale fournit des liquidités à un niveau proche de la demande structurelle des banques, comme le montre le graphique de droite. Dans ce système, des variations, même faibles, de l'offre de liquidités entraînent une réaction des taux d'intérêt du marché monétaire. Ainsi, la banque centrale peut influencer sur les taux d'intérêt par une gestion active de l'offre de liquidités, sans rémunérer les avoirs à vue.

Reste à savoir lequel des deux systèmes est préférable. Le débat international sur les avantages et inconvénients des deux systèmes s'articule autour d'un certain nombre de questions (voir diapositive 19), dont deux semblent particulièrement importantes. Premièrement, avec quel degré de précision peut-on piloter les taux d'intérêt du marché monétaire? Secondement, quelles sont les implications de chaque système pour l'activité du marché interbancaire?

Un système de plancher permet un meilleur pilotage des taux d'intérêt du marché monétaire. Dans un système de plancher, le taux auquel sont rémunérés les avoirs à vue détermine les taux au jour le jour du marché monétaire, indépendamment du niveau total de l'offre de liquidités. Par conséquent, en ajustant le taux de rémunération des avoirs à vue, la banque centrale peut influencer sur le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire. En revanche, dans un système de corridor, une variation, même faible, de l'offre ou de la demande de liquidités peut entraîner de fortes fluctuations du niveau des taux d'intérêt. Un système de corridor est donc susceptible de s'accompagner d'une volatilité un peu plus élevée des taux d'intérêt qu'un système de plancher.

Il est important de pouvoir piloter de manière fiable les taux d'intérêt du marché monétaire, car il existe de bonnes raisons de penser que la demande de liquidités de la part des banques devient de plus en plus difficile à prévoir. L'augmentation de la volatilité est due en grande partie aux règles mises en place après la crise financière mondiale en matière de liquidités. Il pourrait donc devenir plus difficile de piloter avec précision les taux d'intérêt du marché monétaire dans un système de corridor. Le constat est le même pour ce qui est des innovations dans le domaine des paiements et monnaies numériques, en particulier la fintech et la technologie des registres distribués, qui se répercutent également sur la demande structurelle de liquidités. Dans l'hypothèse improbable où une telle innovation – par exemple une utilisation courante de *stablecoins* – rendrait possible le règlement de paiements sans recours à la monnaie de banque centrale, dans un système de plancher la demande pour ce type de

monnaie devrait rester suffisamment forte pour permettre aux banques de piloter les taux d'intérêt du marché monétaire¹⁰.

Un système de corridor favorise davantage l'activité sur le marché interbancaire. Comme je l'ai indiqué, l'offre de liquidités, dans un système de corridor, est déterminée de telle sorte qu'elle est proche de la demande structurelle agrégée des banques. Ainsi, une banque qui ne détient pas assez de liquidités pour satisfaire ses besoins structurels est fortement incitée à emprunter sur le marché monétaire. À l'inverse, une banque dont les liquidités dépassent ses besoins structurels pourrait préférer prêter son excédent à un taux d'intérêt positif au lieu de conserver des avoirs à vue non rémunérés par la banque centrale. Un système de plancher, au contraire, incite moins les banques à participer aux échanges sur le marché monétaire car elles disposent toutes d'un volume de liquidités supérieur à leur demande structurelle, et elles perçoivent des intérêts sur les avoirs à vue qu'elles détiennent à la banque centrale. Il pourrait s'ensuivre une baisse substantielle de l'activité sur le marché interbancaire, voire, dans le scénario le plus pessimiste, une disparition complète de ce marché. Comme je l'ai indiqué, le système de rémunération à deux paliers a précisément été instauré pour éviter un tel scénario.

D'autres questions importantes ont trait au rôle des avoirs à vue pour la stabilité financière. Par exemple, quelle est l'importance, pour les banques, des avoirs à vue en tant qu'actifs liquides de haute qualité? Quel pourrait être l'effet du scénario susmentionné sur la capacité des banques à effectuer des paiements? Ces questions restent ouvertes et font actuellement l'objet de discussions, mais une chose est claire: il convient d'évaluer prudemment les avantages et les inconvénients des systèmes de «plancher» et de «corridor» avant de prendre une décision définitive sur la mise en œuvre à plus long terme de la politique monétaire.

Conclusion

J'arrive au terme de mon propos. Permettez-moi de récapituler les principaux points abordés. Les premières expériences que nous avons faites suggèrent que notre stratégie de mise en œuvre de la politique monétaire a permis de piloter le SARON et de garantir la transmission du taux directeur de la BNS à d'autres segments du marché monétaire et aux taux d'intérêt à plus long terme. Dans le même temps, les opérations sur le marché interbancaire sont restées robustes. Les prises en pension et les Bons de la BNS ont efficacement résorbé les liquidités et se sont bien intégrés dans l'univers des instruments utilisés sur le marché monétaire. Notre stratégie actuelle nous a permis de mettre en œuvre de façon efficace notre politique monétaire, y compris dans le contexte d'une évolution rapide de la situation sur le marché, telle que celle qui a été observée durant la crise du Credit Suisse.

Soulignons-le encore: pour la plupart des banques centrales, la question d'adopter un système de plancher ou un système de corridor afin de mettre en œuvre leur politique monétaire à plus long terme n'est pas encore tranchée. Leur décision dépendra de différents facteurs, mais surtout des réponses qui seront apportées aux questions que nous venons d'évoquer. Quoi

¹⁰ Voir Woodford (2000) pour une discussion similaire sur la «révolution Internet» et «l'argent électronique».

qu'il en soit, le bilan de la BNS continuera de refléter en priorité les activités de politique monétaire de l'institution. Il découle de l'accomplissement du mandat de la Banque nationale, lequel consiste à garantir la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture.

Bibliographie

- Afonso, G., L. Logan, A. Martin, W. Riordan et P. Zobel (2022), «How the Federal Reserve's Monetary Policy Implementation Framework Has Evolved», *Federal Reserve Bank of New York Liberty Street Economics*, 10 janvier.
- Banque d'Angleterre (2022), «Managing the operational implications of APF unwind for asset sales, control of short-term market interest rates and the Bank of England's balance sheet», *Bank of England Explanatory Note*, 4 août.
- Borio, C. (2023), «Getting up from the floor», *BIS Working Papers*, n° 1100, mai.
- Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale (2019), «Statement Regarding Monetary Policy Implementation», *Press Release*, 11 octobre.
- Hauser, A. (2023), «'Less is more' or 'Less is a bore'? Re-calibrating the role of central bank reserves», *Kings College London's Bank of England Watchers' Conference*, 3 novembre.
- Maechler, A. et T. Moser (2020), «Mise en œuvre de la politique monétaire: comment piloter les taux d'intérêt dans la zone négative», Apéritif «Marché monétaire», 5 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.
- Perli, R. (2023), «Implementing Monetary Policy: What's Working and Where We're Headed», *Remarks at the National Association for Business Economics (NABE) Annual Meeting*, 10 octobre.
- Schnabel, I. (2023), «Back to normal? Balance sheet size and interest rate control», *Speech at an event organised by Columbia University and SGH Macro Advisors*, 27 mars.
- Woodford, M. (2000), «Monetary Policy in a World Without Money», *International Finance*, pages 229-260.

Mise en œuvre de la politique monétaire dans le contexte de taux d'intérêt positifs et d'un bilan important: premières expériences

Thomas Moser

Membre de la Direction générale élargie, Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Genève, le 9 novembre 2023

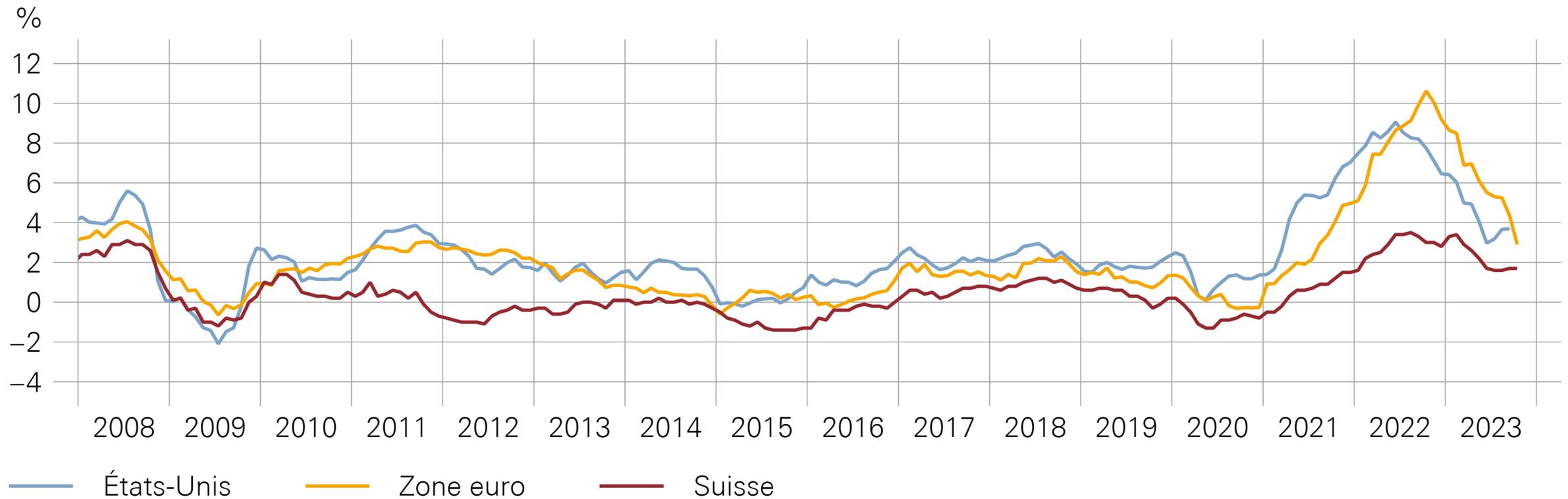
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Environnement économique actuel et politique monétaire de la BNS

L'inflation est en recul tant en Suisse qu'à l'étranger

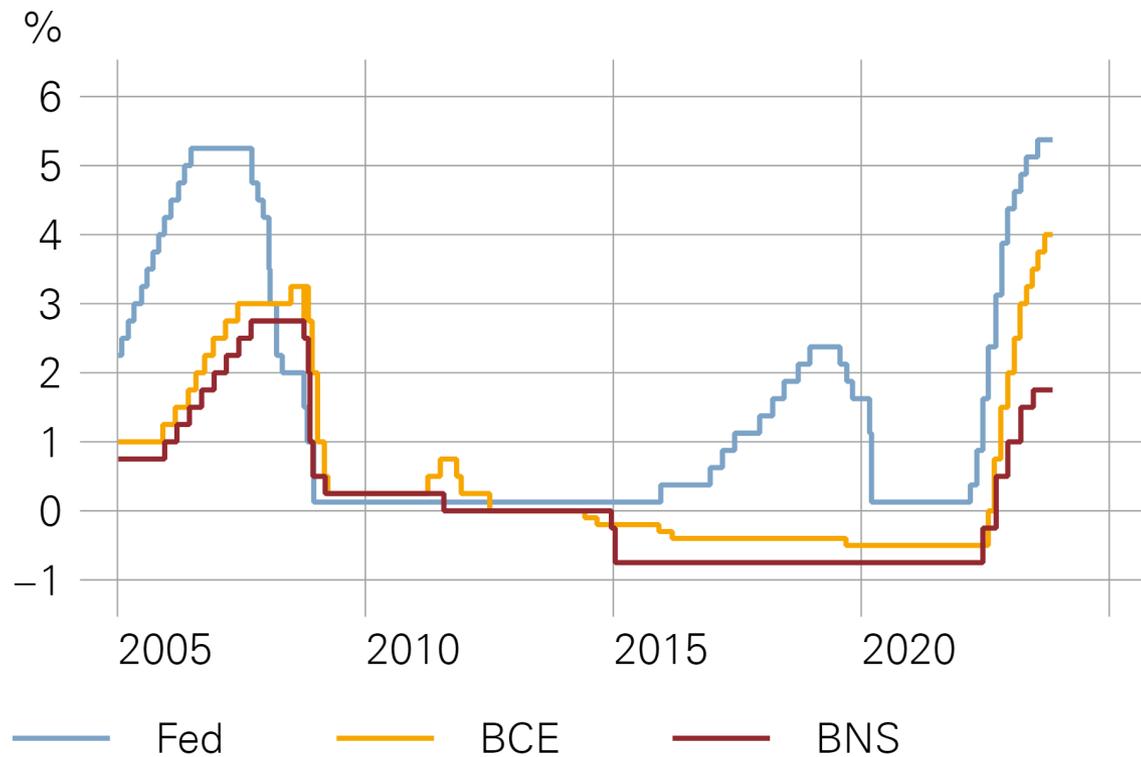
INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION, EN GLISSEMENT ANNUEL



Source: Refinitiv Datastream.

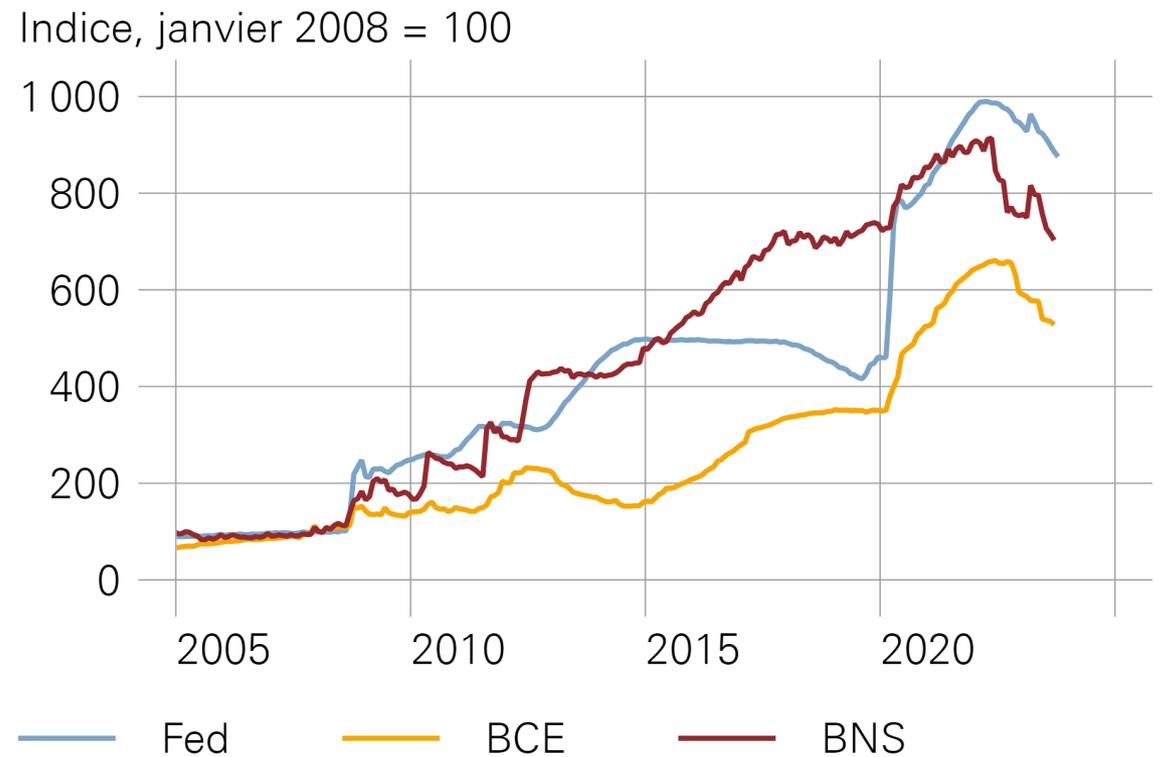
Les banques centrales ont resserré les conditions monétaires en relevant leurs taux directeurs et en réduisant la taille de leur bilan

TAUX DIRECTEUR DES BANQUES CENTRALES



Sources: Bloomberg et BNS.

BILANS DES BANQUES CENTRALES

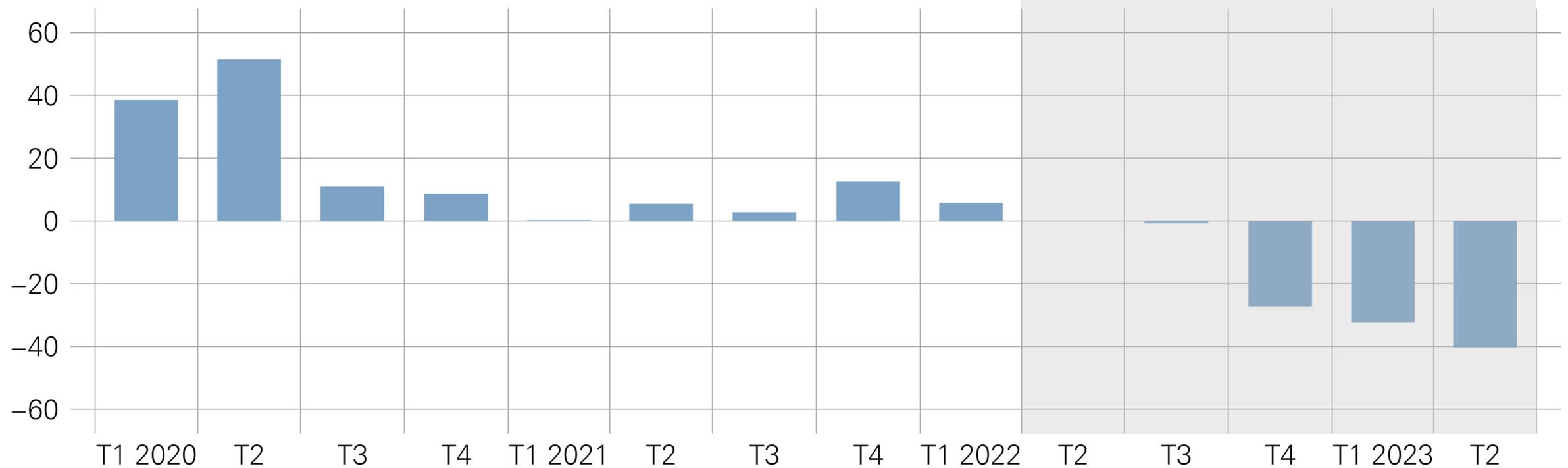


Sources: Bloomberg et BNS.

La réduction du bilan de la BNS s'explique en grande partie par les ventes de devises

ACHATS ET VENTES NETS DE DEVISES

Mrds CHF



Source: BNS.

Motifs justifiant de rémunérer les avoires à vue

Dans un contexte d'excédent structurel de liquidités, rémunérer les avoirs à vue permet de maintenir les taux du marché monétaire en zone positive

Contexte

Excédent structurel de liquidités

Le SARON nouveau taux de référence

Objectifs

Piloter efficacement les taux d'intérêt gagés à court terme

Favoriser l'activité sur le marché interbancaire

Stratégie

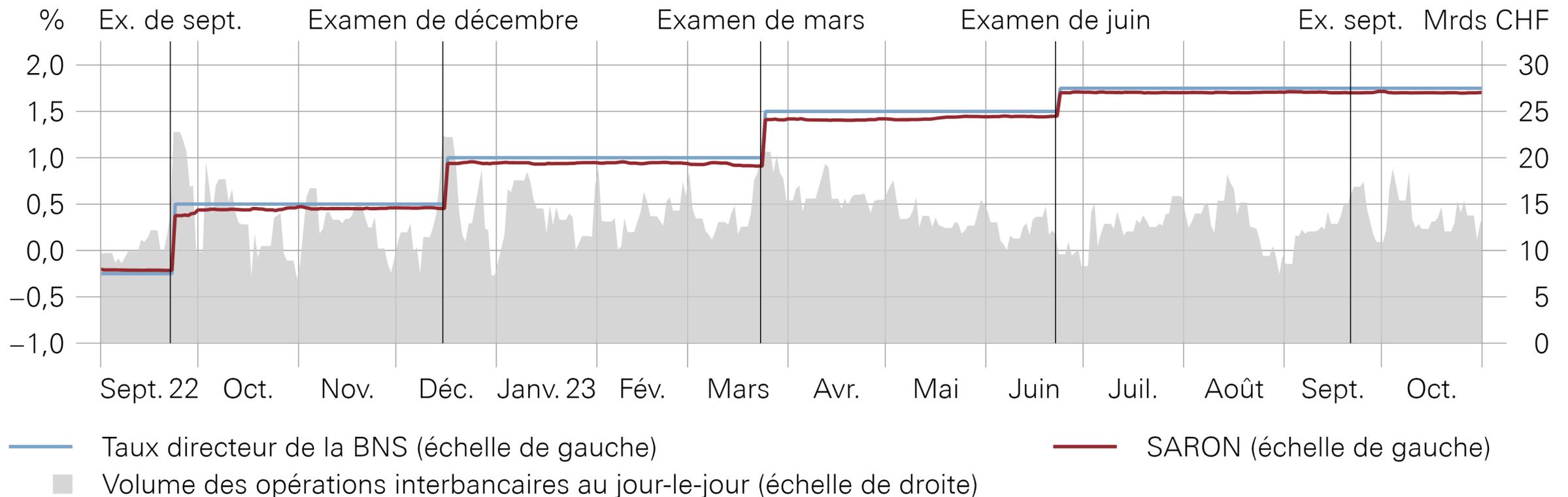
Rémunérer les avoirs à vue avec un système à deux paliers

Résorber des liquidités via des opérations d'*open market*

Premières expériences avec la nouvelle stratégie
de mise en œuvre de la politique monétaire

Le SARON s'est maintenu à des niveaux proches du taux directeur, dans un contexte d'échanges interbancaires soutenus

MARCHÉ DES PENSIONS DE TITRES EN FRANCS

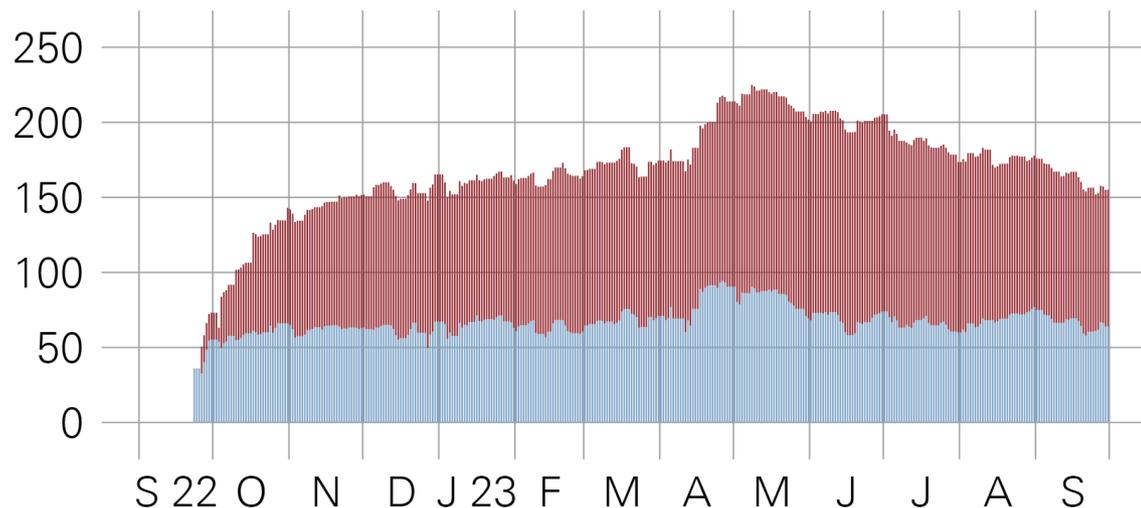


Sources: BNS et SIX Repo SA.

Opérations de prise en pension et Bons de la BNS: résorption efficace des liquidités et bonne intégration en tant qu'instruments du marché monétaire

ENCOURS DES OPÉRATIONS TEMPORAIRES D'OPEN MARKET

Milliards de francs

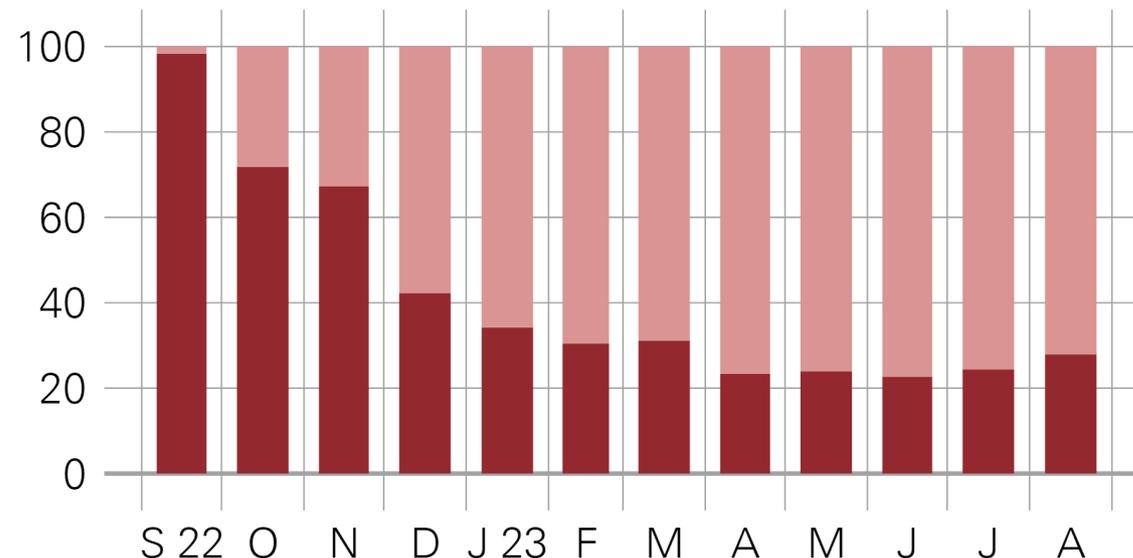


- Opérations de prise en pension de la BNS
- Bons de la BNS

Source: BNS.

ACQUÉREURS DE BONS DE LA BNS

Part en %



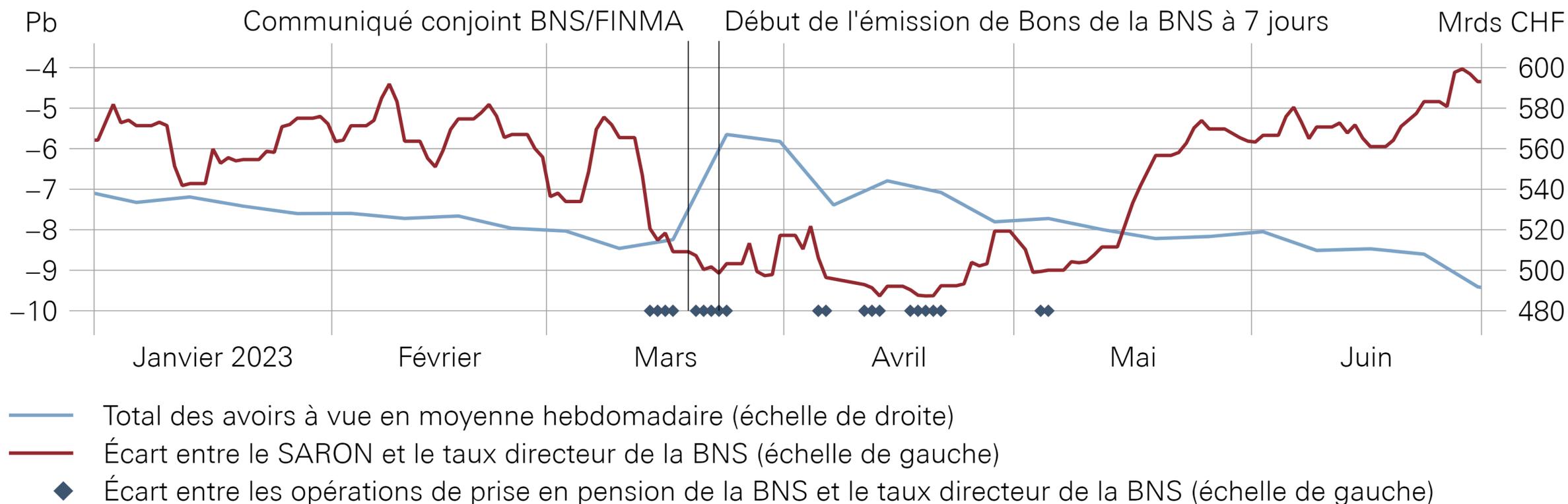
- Banques résidentes
- Autres¹

¹ Autres acquéreurs, résidents ou non résidents, privés ou institutionnels.

Source: BNS.

Mise en œuvre efficace de la politique monétaire malgré la situation fluctuante du marché lors de la crise du Credit Suisse

SITUATION DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN FRANCS DURANT LA CRISE DU CREDIT SUISSE

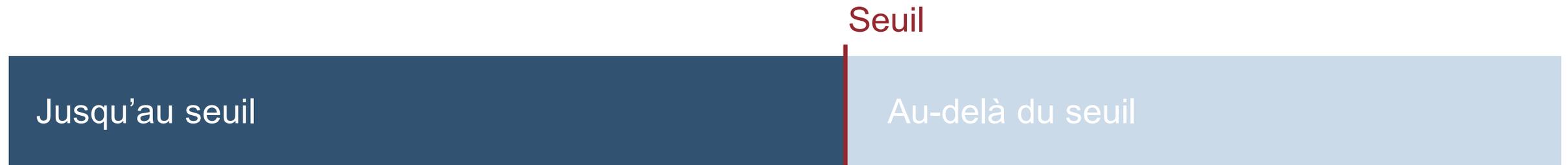


Source: BNS.

Rôle du coefficient du seuil de rémunération dans notre stratégie de mise en œuvre de la politique monétaire

Les banques ayant des avoirs à vue excédentaires peuvent les utiliser pour des opérations de résorption de la BNS ou les prêter à d'autres banques

Banques dont les avoirs à vue excèdent le seuil fixé

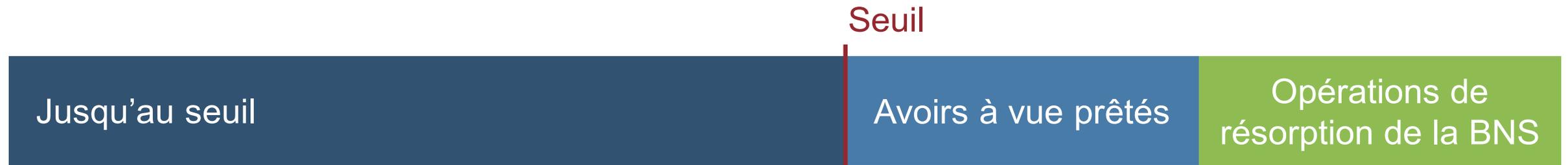


Banques dont les avoirs à vue sont inférieurs au seuil fixé

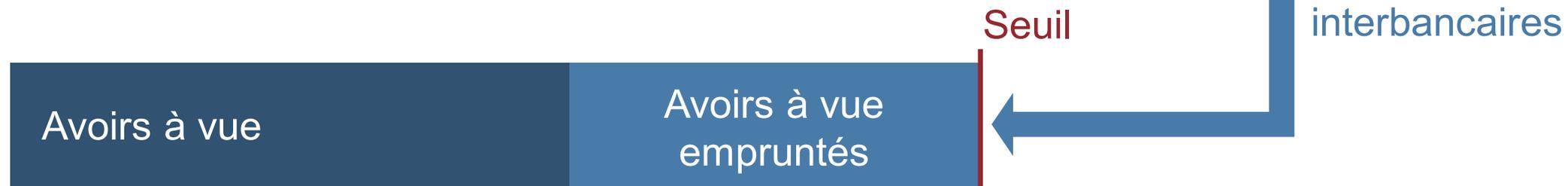


Les banques ayant des avoirs à vue excédentaires peuvent les utiliser pour des opérations de résorption de la BNS ou les prêter à d'autres banques

Banques dont les avoirs à vue excèdent le seuil fixé

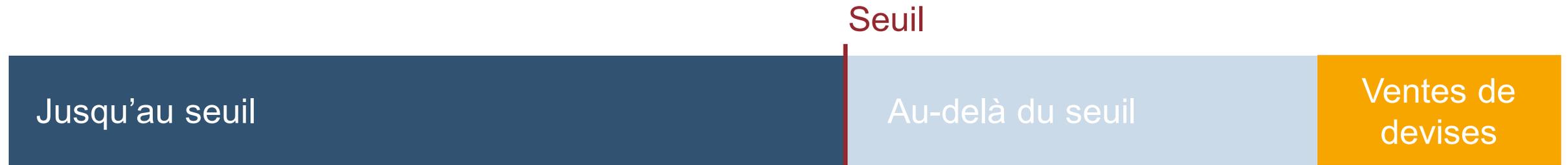


Banques dont les avoirs à vue sont inférieurs au seuil fixé

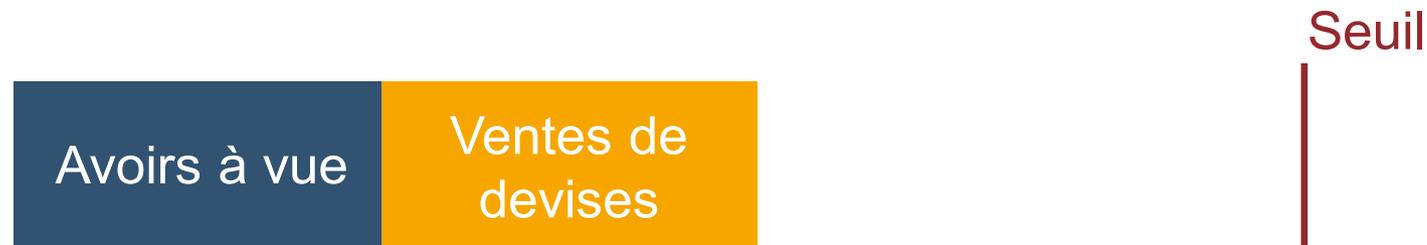


Les ventes de devises de la BNS réduisent les avoirs à vue des banques, ce qui peut entraîner une baisse du volume des opérations interbancaires

Banques dont les avoirs à vue excèdent le seuil fixé

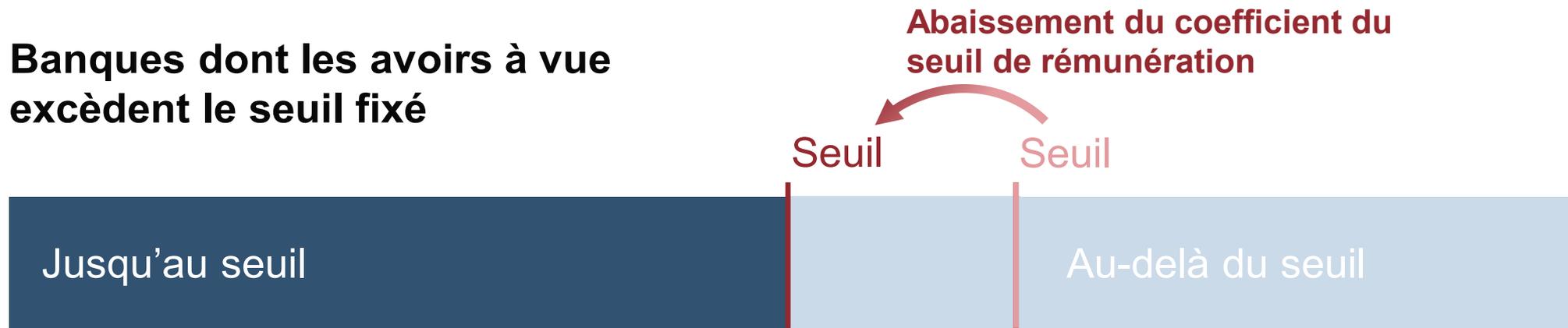


Banques dont les avoirs à vue sont inférieurs au seuil fixé



En abaissant les seuils spécifiques à chaque établissement, la BNS peut rétablir un volume suffisant d'opérations interbancaires

Banques dont les avoirs à vue excèdent le seuil fixé



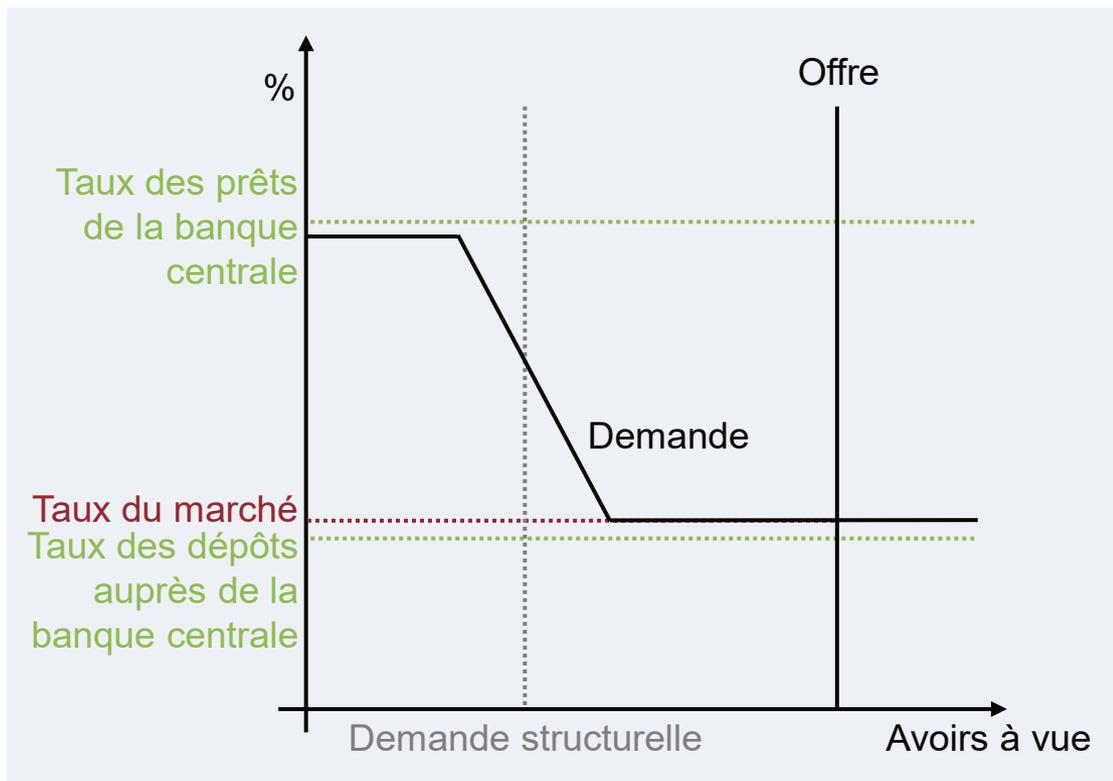
Banques dont les avoirs à vue sont inférieurs au seuil fixé



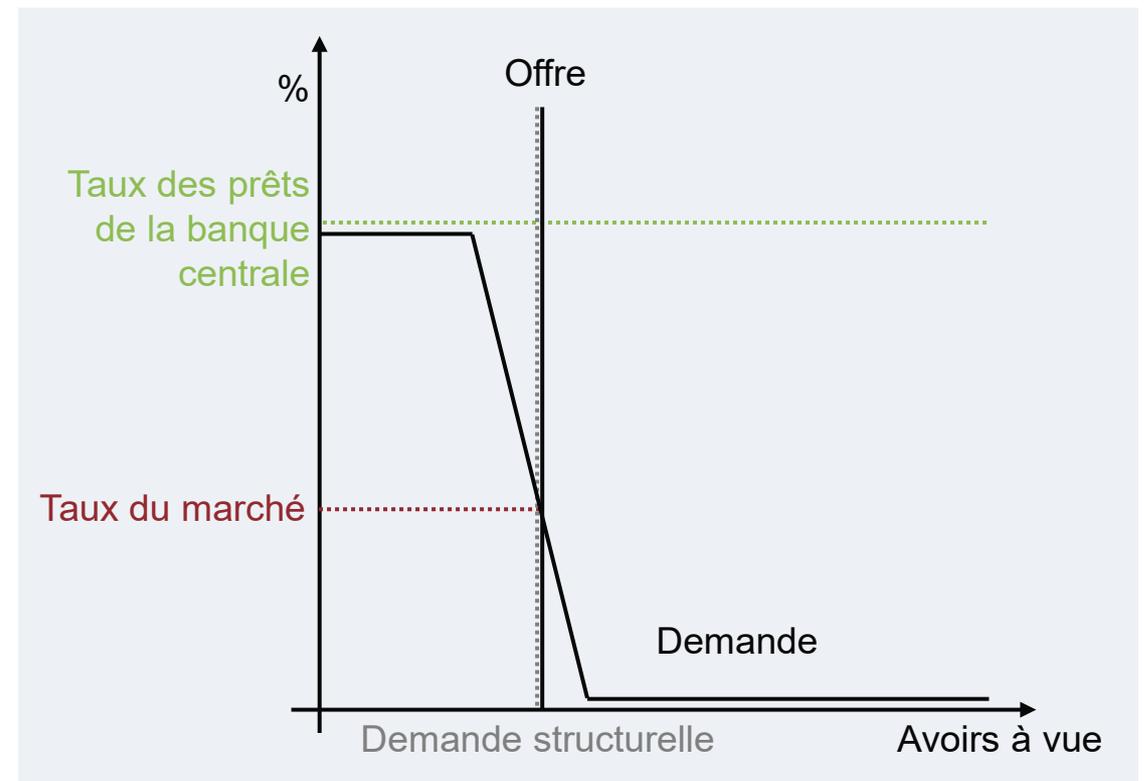
Perspectives à plus long terme pour la mise en œuvre de la politique monétaire

Deux approches sont actuellement discutées au niveau international pour la mise en œuvre de la politique monétaire à long terme

Système de plancher



Système de corridor



Avant un possible retour au système de corridor, des questions clés doivent être résolues

- ▶ Avec quel degré de précision peut-on piloter les taux d'intérêt du marché monétaire?
- ▶ Quel sera l'effet sur les opérations interbancaires?
- ▶ Pour les banques, quelle est l'importance des avoirs à vue en tant qu'actifs liquides de haute qualité?
- ▶ Quel sera l'effet sur la capacité de paiement des banques?

Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

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

