



Embargo jusqu'au
5 novembre 2020, 16 h 00

Mise en œuvre de la politique monétaire: comment piloter les taux d'intérêt dans la zone négative

Apéritif «Marché monétaire» virtuel

Andréa Maechler et Thomas Moser*

Membre de la Direction générale / membre suppléant de la Direction générale

Banque nationale suisse

Webcast, 5 novembre 2020

© Banque nationale suisse, Zurich, 2020 (exposé donné en anglais)

* Les intervenants remercient Peter Kuster et Tanja Zehnder pour leurs réflexions judicieuses et leur précieuse contribution à la rédaction de cet exposé. Leurs remerciements s'adressent également à Roman Baumann et à Mico Loretan pour leurs commentaires ainsi qu'aux services linguistiques de la BNS.



Mesdames et Messieurs,

Bonjour à vous toutes et à vous tous. Au nom de mon collègue Thomas Moser et en mon nom propre, je vous souhaite la cordiale bienvenue à cette toute première édition virtuelle de l'Apéritif «Marché monétaire» de la Banque nationale suisse (BNS). Je suis heureuse que nous puissions interagir de cette façon, même si les circonstances qui nous ont amenés à opter pour un format virtuel n'ont rien de réjouissant. La crise du COVID-19 a bouleversé la vie de milliards de personnes. Beaucoup d'entre elles ont été contaminées par le virus voire en sont décédées; de nombreuses autres ont perdu leur emploi. Dans un tel contexte, le fait que la BNS ait été contrainte de rompre avec une tradition de bientôt vingt ans et de ne pas organiser son Apéritif «Marché monétaire» en présentiel n'est finalement qu'un détail, mais un détail très regrettable.

La crise du COVID-19 a provoqué de fortes turbulences sur les marchés financiers en février et en mars. Les principales banques centrales ont assoupli l'orientation de leur politique monétaire, et beaucoup d'entre elles ont recouru aux accords de swap permanents en dollars des Etats-Unis afin de renforcer au niveau mondial l'approvisionnement en liquidités en dollars des Etats-Unis. La confiance des investisseurs s'est sensiblement améliorée à partir de fin mars compte tenu des vastes plans de soutien budgétaire et monétaire adoptés dans de nombreux pays dont la Suisse. Grâce à ces plans puis à l'assouplissement des mesures sanitaires, les marchés financiers ont continué à se redresser jusqu'à la fin de l'été, et l'activité économique a aussi connu une nette reprise. Les développements de ces dernières semaines et de ces derniers jours montrent toutefois que la crise du COVID-19 n'est pas terminée et que l'incertitude reste élevée.

En Suisse, la BNS a réaffirmé à plusieurs reprises qu'elle maintenait le cap expansionniste de sa politique monétaire. Ce faisant, elle a apporté une contribution essentielle à la gestion immédiate de la crise.

Certains des instruments utilisés par la BNS pour faire face à la crise du COVID-19 sont bien connus. Le taux d'intérêt négatif appliqué aux dépôts à vue détenus par les banques à la BNS et notre disposition à intervenir de manière accrue sur le marché des changes ont aidé à contrer les pressions à la hausse sur le franc. Ensemble, ces mesures ont concouru à protéger l'économie suisse de pressions additionnelles, y compris des pressions à la baisse sur l'inflation, que le marché des changes aurait pu sinon exercer.

D'autres instruments sont nouveaux ou ont dû être réactivés. La facilité de refinancement COVID-19 (FRC) de la BNS compte au nombre des nouveaux instruments. Conjuguée avec les crédits garantis par la Confédération, la FRC, mise en place fin mars 2020, a largement contribué à permettre l'approvisionnement continu des petites et moyennes entreprises en crédits et en liquidités. Les accords de swap en dollars des Etats-Unis conclus avec d'autres banques centrales comptent au nombre des instruments réactivés. Instaurés fin 2007 pendant la crise financière mondiale, ces accords étaient destinés à contrer une forte hausse des coûts

de financement en dollars des Etats-Unis¹. Finalement, la BNS a repris pour la première fois depuis huit ans ses opérations de pensions de titres sur le marché monétaire gagé en francs, dans le but de maintenir les taux d'intérêt de ce marché à un niveau proche de celui du taux directeur de la BNS.

L'exposé d'aujourd'hui est essentiellement consacré à ce dernier élément, à savoir le rôle du marché monétaire dans la mise en œuvre de notre politique monétaire. Pourquoi choisissons-nous de mettre l'accent sur le marché monétaire?

Le rôle du marché monétaire

D'une part, examiner le fonctionnement du marché monétaire correspond à l'objectif premier de cette manifestation. D'autre part, ce qui est encore plus important, le marché monétaire continue à jouer un rôle crucial dans la mise en œuvre de la politique monétaire de la BNS. Et ce, même si bien des choses ont changé sur le marché monétaire en francs et dans la mise en œuvre par la BNS de la politique monétaire ces dernières années. Ainsi, nous recourons désormais au taux directeur de la BNS, et non plus à la marge de fluctuation du Libor, lorsque nous communiquons le niveau visé des taux d'intérêt du marché monétaire. Aujourd'hui, le taux d'intérêt le plus représentatif du marché monétaire en francs est non plus le Libor à trois mois, qui est un taux non gagé, mais le SARON (Swiss Average Rate Overnight), qui est un taux gagé. En outre, depuis 2015, le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS par les banques et d'autres intervenants sur les marchés financiers représente le principal instrument que nous utilisons pour piloter les taux d'intérêt à court terme. C'est l'une des raisons pour lesquelles nous nous intéressons aujourd'hui tout particulièrement au marché monétaire.

Dans un premier temps, nous nous consacrerons à l'importance du marché monétaire pour l'économie et la BNS. Nous nous demanderons pourquoi ce marché est aussi crucial et analyserons le rôle de trois taux d'intérêt particuliers: le *taux directeur de la BNS*, qui est un instrument de communication; le *taux d'intérêt négatif* appliqué aux avoirs à vue détenus par les banques à la BNS, qui est un instrument de mise en œuvre de la politique monétaire; et le *SARON*, qui est le taux des prêts au jour le jour sur le marché interbancaire gagé. Nous nous pencherons ensuite sur le contexte actuel. Comment le marché monétaire fonctionne-t-il dans un environnement de taux d'intérêt négatifs? Comment la BNS pilote-t-elle les taux d'intérêt du marché monétaire dans la zone négative? Et quels sont les principaux défis auxquels la BNS doit faire face dans la mise en œuvre de sa politique monétaire?

Commençons par nous pencher sur les raisons pour lesquelles il importe que le marché monétaire soit performant. Un marché monétaire performant est essentiel pour la transmission de la politique monétaire. Comme la plupart des banques centrales, la BNS pilote les taux d'intérêt sur le marché monétaire. A cette fin, elle fixe le *taux directeur de la BNS* et recourt à

¹ Les accords de swap en dollars des Etats-Unis sont opérationnels depuis 2007. Entre le printemps 2012 et le mois de mars 2020, il n'y avait pas eu de demande pour les appels d'offres en dollars lancés par la BNS.

ses instruments de politique monétaire dans le but de maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de son taux directeur. Sans un marché monétaire performant, il ne serait pas possible de piloter de cette façon le niveau des taux du marché monétaire.

Depuis juin 2019, la BNS communique ses décisions en matière de taux d'intérêt en fixant le taux directeur de la BNS. Celui-ci indique le niveau des taux d'intérêt que la Banque nationale entend maintenir sur le marché monétaire gagé. Lors de l'évaluation des conditions en vigueur sur ce marché, la BNS porte désormais son attention sur le SARON. Auparavant, la BNS assignait une marge de fluctuation au Libor à trois mois lors de ses examens trimestriels. Elle s'employait ensuite à maintenir ce taux dans la zone médiane de la marge assignée en recourant à des opérations sur le marché monétaire, par exemple à des pensions de titres. Le graphique 1 représente à gauche l'ancien système avec la marge de fluctuation assignée au Libor à trois mois en francs. Le nouveau système avec le taux directeur de la BNS figure quant à lui à droite.

L'introduction, en juin 2019, du taux directeur de la BNS a marqué la fin de l'utilisation du Libor dans la stratégie de politique monétaire de la Banque nationale. Depuis le changement de système intervenu en juin 2019, la BNS ne communique plus ses décisions en se référant au Libor. Ce changement a signalé clairement aux marchés financiers que l'ère du Libor touche inévitablement à sa fin. Par cette substitution, nous veillons aussi à ce que notre prévision d'inflation conditionnelle pour les trois prochaines années, laquelle constitue un élément clé de notre stratégie de politique monétaire, continue à reposer sur un taux d'intérêt existant bel et bien et significatif sur le plan économique.

Certes, le marché monétaire n'est pas seulement important pour la transmission de la politique monétaire. Il joue aussi un rôle essentiel dans le processus de transmission du crédit à l'économie. Un dysfonctionnement du marché monétaire peut se traduire par une détérioration du processus d'octroi de prêts au sein du système financier, ce qui peut avoir des répercussions importantes sur l'économie réelle.

En période de tensions dans le système financier, veiller au maintien du bon fonctionnement du marché monétaire est encore plus crucial. En effet, il est particulièrement important que la redistribution des liquidités entre les banques soit efficace et que l'octroi de prêts ne soit pas entravé. Lors de la crise financière mondiale de 2007 à 2009, le marché monétaire a régulièrement été comparé au système sanguin d'un organisme vivant qui assure l'apport d'oxygène. La crise du COVID-19 a assurément confirmé l'importance fondamentale du bon fonctionnement du marché monétaire.

Enfin, les taux du marché monétaire servent de référence pour l'économie tout entière. Des marchés monétaires performants jouent aussi un rôle crucial dans la détermination des taux d'intérêt de référence, qui sont un indicateur important pour l'économie dans son ensemble. En effet, la fixation des prix de nombreux produits financiers, en particulier sur les marchés des capitaux et des produits dérivés, repose sur les taux d'intérêt de référence. Ceux-ci sont aussi utilisés dans les opérations de crédit et les prêts hypothécaires ainsi que dans de

nombreux autres types de contrats. Sur le long terme, les taux de référence ne peuvent être crédibles et robustes que si le marché sous-jacent fonctionne correctement.

On n'insistera jamais trop sur l'importance de taux de référence solides pour le bon fonctionnement des marchés financiers. Nous allons maintenant nous intéresser aux changements intervenant dans le paysage des taux de référence en Suisse.

Le rôle du SARON, le taux d'intérêt de référence pour les marchés financiers en francs

La crise financière mondiale a fortement accéléré le passage, sur le marché monétaire interbancaire, du segment non gagé vers le marché des pensions de titres. A mesure que l'activité du segment non gagé diminuait, le Libor pour le franc – qui pendant des décennies a été *la* valeur de référence des marchés financiers suisses – a perdu de sa fiabilité et de sa robustesse. La solution de remplacement pour le Libor est le SARON. Il s'agit aujourd'hui du taux d'intérêt le plus représentatif du marché monétaire en francs. Taux gagé au jour le jour, le SARON reflète les conditions du segment le plus liquide du marché monétaire en francs. Contrairement à la fixation du Libor, celle du SARON se base sur des transactions effectives et sur des offres contraignantes. Quelque 150 institutions financières ont directement accès au marché concerné. Le SARON existe depuis 2009, et son importance économique s'est nettement accrue au cours des dernières années.

Depuis 2017, il existe également un marché de swaps reposant sur le SARON, et ce taux est en train de s'établir comme taux de référence des produits de crédit. Au cours de l'année, plusieurs banques ont commencé à proposer des prêts hypothécaires ainsi que des crédits aux entreprises basés non plus sur le Libor, mais sur le SARON. Plus ce type de produits sera fréquent, plus la liquidité du marché des swaps basés sur le SARON sera élevée. Nous nous attendons à ce que la courbe des swaps de taux reposant sur le SARON prenne progressivement la place de celle reposant sur le Libor. Toutefois, nous avons encore du chemin à effectuer, étant donné que la liquidité du marché des swaps basés sur le SARON est encore faible et que les banques utilisent toujours la courbe des swaps reposant sur le Libor pour fixer le taux de la plupart des prêts.

Le Groupe de travail national sur les taux d'intérêt de référence est chargé de faciliter le passage du Libor au SARON. Depuis plusieurs années, la BNS soutient ses travaux en assumant un rôle de coordination. Le Groupe de travail national estime que le passage au SARON a bien avancé jusqu'ici. Il a fait observer fin septembre qu'il s'attend à ce que le Libor pour le franc cesse définitivement d'être fixé à compter de fin 2021 – soit d'ici 14 mois à peine. Il reste évidemment beaucoup à faire avant que ces efforts ne se traduisent par des marchés profonds et liquides basés sur le SARON. Les travaux de transition restant à accomplir d'ici là doivent néanmoins être engagés rapidement étant donné que le temps presse.

Nous en arrivons à présent au sujet central de mon exposé: comment pilotons-nous les taux d'intérêt du marché monétaire lorsque les taux sont négatifs? Avant d'entrer dans les détails, permettez-moi tout d'abord d'indiquer les raisons pour lesquelles les taux d'intérêt du marché monétaire en francs sont négatifs.

Le rôle du bas niveau des taux d'intérêt à l'échelle mondiale

Depuis bientôt six ans, les taux du marché monétaire en Suisse sont négatifs, en grande partie du fait de l'environnement économique international. Les taux d'intérêt des placements en francs sont généralement inférieurs à ceux en monnaies étrangères. En conséquence, le franc présente généralement un écart de taux négatif vis-à-vis d'autres monnaies. Cela s'explique, d'un côté, par le fait que l'inflation est généralement plus basse en Suisse qu'ailleurs et, de l'autre, par le fait que les investisseurs, résidents ou non, considèrent les placements en francs comme particulièrement sûrs, d'où le statut de valeur refuge attribué à notre monnaie en temps d'incertitude accrue à l'échelle mondiale. Sur des périodes prolongées, les investisseurs sont donc disposés à s'accommoder d'un rendement moindre sur des placements en francs.

Au cours des trois dernières décennies, le niveau des taux d'intérêt a sensiblement baissé à travers le monde. Le graphique 2 montre que les rendements des titres d'Etat à dix ans émis par les économies avancées – illustrées ici par la Suisse (en rouge), l'Allemagne (en bleu), le Royaume-Uni (en orange) et les Etats-Unis (en vert) – affichent depuis le début des années 1990 une trajectoire qui ne cesse de décroître. Le recul des taux d'intérêt nominaux s'explique en partie par le fait que de nombreuses banques centrales ont combattu avec succès les taux d'inflation élevés qui prévalaient dans les années 1970 et 1980.

La baisse des taux d'intérêt ne se limite cependant pas aux taux nominaux mais inclut également les taux réels, dont la tendance baissière à l'échelle mondiale s'explique par plusieurs puissants facteurs structurels. La baisse soutenue des taux d'intérêt réels découle principalement de quatre facteurs: des changements démographiques, principalement dus à la hausse de l'espérance de vie; un déclin séculaire de la croissance de la productivité; l'intégration, au sein des marchés financiers internationaux, d'économies de marché émergentes présentant des excédents d'épargne; ainsi qu'une préférence globalement plus marquée de la part des investisseurs pour les placements sûrs et liquides. Ces facteurs structurels ne sont pas déterminés par les banques centrales.

L'environnement actuel de taux bas complique la mise en œuvre par les banques centrales d'une politique monétaire suffisamment expansionniste en temps de crise. Pour être expansionniste, le taux directeur doit être fixé de manière à ce que les taux d'intérêt réels à court terme soient inférieurs au *taux d'intérêt réel d'équilibre*, soit le taux d'intérêt qui correspond au point d'équilibre entre l'épargne et les investissements. Les facteurs structurels mentionnés précédemment ont probablement aussi pesé à la baisse sur le taux d'intérêt réel d'équilibre. Ces dernières années, de nombreuses banques centrales ont dû abaisser leur taux directeur à zéro, voire le faire passer à un niveau négatif en réponse à des crises économiques.

Que se passe-t-il si l'écart de taux d'intérêt entre le franc et d'autres monnaies diminue alors que notre monnaie continue d'être considérée comme une valeur refuge? Cette évolution entraîne un accroissement de la demande de placements libellés en francs et augmente les pressions à la hausse sur notre monnaie. Tel est précisément le défi auquel nous faisons face depuis l'éclatement de la crise financière mondiale en 2007. En vue de réduire l'attrait du franc par rapport aux autres monnaies, la BNS a abaissé, en janvier 2015, la marge de fluctuation assignée au Libor pour les dépôts à trois mois en francs et l'a fait passer, pour la première fois, à un niveau négatif (entre $-0,25\%$ et $-1,25\%$); elle a simultanément imposé un taux d'intérêt négatif de $-0,75\%$ sur les dépôts à vue détenus par les banques auprès d'elle². Ce taux d'intérêt négatif contribue à maintenir – au moins en partie – l'écart de taux entre le franc et les autres monnaies. De telles conditions permettent à leur tour de réduire l'attrait du franc et contribuent à atténuer les pressions à la hausse sur notre monnaie.

Durant le premier trimestre de cette même année, les rendements obligataires à long terme ont reculé dans le monde entier du fait de la crise du COVID-19, et l'écart de taux entre le franc et les autres monnaies a une nouvelle fois nettement diminué. En même temps, le franc a conservé le traditionnel rôle de monnaie refuge qui lui est attribué en période d'incertitude et il s'est par conséquent apprécié après l'éclatement de la crise. Nous avons par moments dû intervenir davantage sur le marché des changes pour réduire les pressions à la hausse exercées sur le franc. Le recours à nos deux instruments de politique monétaire – le taux d'intérêt négatif sur les dépôts à vue et notre disposition à intervenir sur le marché des change – reste donc plus que jamais nécessaire en cette période d'incertitude accrue.

Nous aimerions maintenant vous montrer plus en détail comment la BNS s'y prend pour influencer sur les taux d'intérêt négatifs du marché monétaire.

Le rôle du taux d'intérêt appliqué aux dépôts à vue détenus par les banques auprès de la BNS

Dans les années qui ont précédé la crise financière mondiale, les systèmes bancaires de nombreux pays dont la Suisse présentaient ce que l'on appelle un déficit structurel de liquidités. L'excédent de liquidités détenu par les banques sous forme de dépôts à vue auprès de la BNS était le plus faible possible, car non rémunéré par la BNS alors que nous nous trouvions dans un contexte de taux d'intérêt positifs. Au cours de cette période, la BNS a influé sur les taux d'intérêt du marché monétaire par le biais du prix et de la quantité de ses opérations quotidiennes sur le marché monétaire. Ces dernières étaient effectuées sur le segment gagé du marché monétaire, au moyen de pensions de titres. Si elle souhaitait par

² Le 18 décembre 2014, dans le cadre d'une mesure destinée à soutenir le cours plancher du franc vis-à-vis de l'euro qui était alors toujours en vigueur, la BNS a annoncé qu'elle appliquerait, à compter du 22 janvier 2015, un taux d'intérêt de $-0,25\%$, c'est à dire qu'elle imposerait un taux d'intérêt négatif sur les dépôts à vue détenus auprès d'elle par les banques si ces dépôts dépassent un certain montant exonéré. Le 15 janvier 2015, la BNS a aboli le cours plancher par rapport à l'euro et simultanément fait passer à $-0,75\%$ le taux d'intérêt négatif à compter du 22 janvier.

exemple entraîner une baisse des taux du marché monétaire, la BNS fournissait davantage de liquidités en abaissant le taux des pensions de titres.

La situation a changé avec la crise financière mondiale. De nombreuses banques centrales ont d'abord répondu à cette crise en abaissant les taux à court terme, puis en lançant un programme d'achat de titres (assouplissement quantitatif) ou – comme l'a fait la BNS – en intervenant sur le marché des changes. Etant donné l'importance de la valeur extérieure du franc pour l'économie suisse et pour l'inflation, la BNS est intervenue sur le marché des changes en particulier durant les périodes d'incertitude accrue. Une situation d'excédent structurel de liquidités a émergé au sein des systèmes bancaires de nombreux pays, y compris en Suisse. Dès lors que la demande de liquidités émanant de pratiquement tous les établissements résidents était largement satisfaite, il n'y avait guère de raisons de redistribuer des liquidités via le marché monétaire interbancaire.

Dans un système bancaire présentant un excédent structurel de liquidités, le taux d'intérêt appliqué aux dépôts à vue détenus par les banques commerciales auprès de la banque centrale joue un rôle clé. La monnaie centrale ne constitue plus, en elle-même, un facteur décisif pour établir un équilibre sur le marché monétaire. A sa place, le taux d'intérêt appliqué aux dépôts à vue représente le niveau minimal – la limite inférieure – du taux d'intérêt des opérations interbancaires. Ceci tient au fait que dans un tel environnement, les banques n'ont généralement aucun intérêt à fournir des liquidités à un taux *inférieur* à celui des dépôts à vue. Et comme il y a abondance de liquidités dans le système, elles ont peu de raisons d'en accepter davantage si le taux d'intérêt du marché est *supérieur* à celui appliqué aux dépôts à vue.

En conséquence, dans un régime caractérisé par une abondance de liquidités, le taux d'intérêt du marché est généralement proche de celui appliqué aux dépôts à vue détenus par les banques auprès de la banque centrale. C'est ce que montre le graphique 3. Le principal taux d'intérêt de chacun des deux marchés monétaires interbancaires – gagé et non gagé – oscillait autour de 0% entre 2011 et 2014. Le SARON figure en bleu et le Libor à trois mois en rouge. Après que la BNS a abaissé son taux d'intérêt sur les dépôts à vue à -0,75% en janvier 2015, les taux du marché monétaire se sont eux aussi rapidement inscrits à un niveau proche de -0,75%.

Lorsque la BNS a imposé un taux d'intérêt négatif aux dépôts à vue détenus par les banques, elle a également mis en place un système de montants exonérés assez généreux. Penchons-nous à présent de plus près sur l'objectif de ces montants exonérés et sur la manière dont ils fonctionnent lorsqu'ils sont associés au taux d'intérêt négatif appliqué aux dépôts à vue.

Le rôle des montants exonérés

Une question essentielle se pose: faut-il appliquer le taux d'intérêt négatif à *l'ensemble* des dépôts à vue afin de maintenir les taux du marché monétaire à un niveau proche de celui du taux négatif? La réponse est «non». Plus précisément, il suffit de limiter l'application du taux d'intérêt négatif aux dépôts à vue dépassant un certain seuil. Tout montant au-dessous dudit

seuil peut être exonéré ou – en d’autres termes – rémunéré à un taux d’intérêt de 0%. En termes agrégés, ces montants exonérés avaient délibérément été établis pour être assez généreux. Ils devaient réduire la charge d’intérêts pesant sur le système bancaire de sorte qu’elle corresponde au niveau minimal jugé utile pour la mise en œuvre de la politique monétaire.

Depuis 2015, les montants exonérés déterminés individuellement pour chaque banque correspondent à un multiple des réserves minimales requises par la loi. Dans un tel système, certaines banques détiennent des dépôts à vue excédant le montant exonéré qui leur a été accordé. Ces banques sont incitées à fournir ces liquidités à d’autres établissements. Elles seront par exemples enclines à être actives sur le marché des pensions de titres tant que payer les prises en pension leur coûtera moins cher que payer le taux d’intérêt négatif appliqué par la BNS aux dépôts à vue. Inversement, d’autres banques détiennent des dépôts à vue inférieurs à leur montant exonéré. Elles seront incitées à être actives sur le marché des pensions de titres en tant que preneurs de liquidités et à y engranger le taux des mises en pension tant que ce dernier sera inférieur à zéro. Ce système caractérisé par le recours au taux d’intérêt négatif sur les dépôts à vue et aux montants exonérés a entraîné, depuis le début de 2015, une augmentation marquée et durable des redistributions de liquidités via le marché interbancaire.

Pour que ce système fonctionne, un volume suffisamment important de dépôts à vue doit être soumis au taux d’intérêt négatif. Il est clair que la somme des montants exonérés doit, dans son ensemble, être inférieur à la somme de tous les dépôts à vue. Dans le cas contraire, les banques pourraient effectuer sur le marché monétaire des transactions visant à empêcher qu’un solde restant ne soit sujet au taux d’intérêt négatif, ce qui se traduirait par des taux du marché monétaire proches de zéro.

En d’autres termes, pour que les taux du marché monétaire restent à un niveau proche de celui du taux d’intérêt négatif appliqué par la BNS aux dépôts à vue, l’offre de liquidités doit excéder la demande et ce, dans une mesure suffisante. Dans un système où les montants exonérés sont spécifiques à chaque établissement bancaire, cela signifie que la mise à disposition de liquidités par les *établissements fournisseurs* – c’est-à-dire par les banques dont les dépôts à vue excèdent le montant exonéré et qui sont donc disposées à fournir des liquidités – doit être supérieure à la demande de liquidités émanant des *établissements preneurs* – c’est-à-dire les banques n’ayant pas utilisé la totalité de leur montant exonéré et qui sont donc disposées à accepter davantage de liquidités sur leurs dépôts à vue.

Tant que cette condition est remplie, il est possible de soulager le système bancaire en ayant recours aux montants exonérés sans compromettre l’objectif de politique monétaire visé par le taux d’intérêt négatif appliqué aux dépôts à vue. Si nous regardons à nouveau l’évolution des taux du marché monétaire présentée dans le graphique 3, nous constatons qu’en pratique, cette condition nécessaire a dû être remplie, étant donné que les taux d’intérêt du marché étaient, en effet, proches du taux d’intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue depuis sa mise en place en 2015.

Les montants exonérés ont significativement réduit la charge que les intérêts négatifs font peser sur le système bancaire dans son ensemble. Lorsque la BNS a initialement mis en place son taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs à vue, au début de l'année 2015, environ deux tiers du montant total des dépôts à vue étaient exemptés de l'intérêt négatif. Le taux d'intérêt *moyen* appliqué début 2015 à l'ensemble des dépôts à vue détenus par le système bancaire était donc de $-0,25\%$ et non pas de $-0,75\%$, comme cela aurait été le cas dans un système bancaire dépourvu de montants exonérés. Nous sommes toutefois conscients que les montants exonérés ont des effets différents sur les banques selon la structure de leur bilan³.

Le montant exonéré ne doit pas être statique et devrait refléter les besoins de la politique monétaire. Les montants exonérés ont été adaptés *deux fois* depuis la mise en place de l'intérêt négatif appliqué aux dépôts à vue. La première adaptation est entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2019. Elle poursuivait deux objectifs principaux. Le premier concernait la méthode de calcul du montant exonéré accordé aux banques. Nous devons remplacer la méthode statique par une méthode dynamique afin de tenir compte de l'évolution des bilans bancaires au fil du temps⁴. Le second concernait la charge d'intérêts qui pèse sur le système bancaire. Nous avons augmenté le montant exonéré dans le but de réduire cette charge, la ramenant au niveau minimal nécessaire pour la mise en œuvre de la politique monétaire⁵. L'adaptation a entraîné un accroissement d'environ 40% du total des montants exonérés. Cette hausse était opportune dans la mesure où le montant total des avoirs à vue détenus par les banques s'était considérablement accru en raison de nos interventions sur le marché des changes depuis la mise en place, il y a presque cinq ans, de l'intérêt négatif appliqué aux dépôts à vue. A compter de novembre 2019, c'est-à-dire après la première adaptation, environ deux tiers de l'ensemble des dépôts à vue n'étaient pas soumis au prélèvement de l'intérêt négatif, ce qui représente une proportion semblable à celle observée début 2015.

La seconde adaptation est entrée en vigueur le 1^{er} avril 2020. Elle s'inscrivait dans le cadre de la réponse apportée par la BNS à la crise du COVID-19. Nous avons une nouvelle fois augmenté le total des montants exonérés, en l'occurrence dans une mesure de 20%, afin d'accorder aux banques, pendant cette phase difficile pour l'économie, une marge de manœuvre plus importante dans l'octroi de crédits.

Ces adaptations ont contribué à réduire dans une large mesure la charge que les intérêts font peser sur le système bancaire dans son ensemble. Comme indiqué précédemment, la charge d'intérêts moyenne à supporter par le système bancaire n'avait cessé d'augmenter depuis

³ Le montant exonéré d'une banque constitue un multiple fixe de l'exigence légale en termes de réserves minimales, exigence qui est définie en fonction des engagements à court terme de l'établissement. Une banque dont les stocks d'actifs sûrs à court terme (y compris les pensions de titres) sont élevés par rapport à ses engagements à court terme se voit donc accorder un montant exonéré relativement modeste en regard de ses actifs sûrs à court terme.

⁴ Lorsqu'il a été mis en place, le montant exonéré était statique dans le sens où il était calculé sur la base d'une période de référence déterminée, en l'occurrence octobre 2014. L'adaptation entrée en vigueur en novembre 2019 a permis de rendre le montant exonéré dynamique. Ainsi, la base de calcul, qui correspond à la valeur mobile couvrant les 36 derniers mois, est actualisée mensuellement.

⁵ A partir de janvier 2015, le montant exonéré correspondait à 20 fois l'exigence en matière de réserves minimales, établie sur la base de la période de référence d'octobre 2014. Le montant exonéré a été relevé, dans le cadre de l'adaptation faite en novembre 2019, à 25 fois l'exigence en matière de réserves minimales, et, en avril 2020, à 30 fois. La base de calcul correspond à la moyenne mobile des réserves minimales requises pour les 36 derniers mois.

2015, notamment du fait de nos interventions sur le marché des changes à des fins de politique monétaire; cette charge a diminué à la suite de la révision du mode de calcul des montants exonérés et des augmentations de ces montants. La rémunération *moyenne* de tous les dépôts à vue s'établit actuellement à quelque $-0,2\%$, ce qui signifie que le montant prélevé correspond à moins d'un tiers de la ponction qui serait faite s'il n'y avait pas d'exonération.

Les augmentations des montants exonérés ont aussi élargi les possibilités de redistribution des liquidités. On constate effectivement que le volume des opérations sur le marché des pensions de titres, représenté par les barres verticales bleues du graphique 4, a fortement progressé en novembre 2019, tout comme le nombre de banques actives sur ce marché.

Penchons-nous à présent sur les conséquences que les relèvements du montant exonéré ont eues sur le marché des pensions de titres, en accordant une attention particulière aux outils que la BNS a utilisés pour garantir que les taux à court terme du marché monétaire gagé restent proches de son taux directeur.

Le rôle des opérations de politique monétaire sur le marché monétaire

Les augmentations du montant exonéré total ont changé la dynamique du marché des pensions de titres. L'adaptation à la hausse des montants exonérés a entraîné un accroissement de la demande de liquidités et, simultanément, une diminution de l'offre sur le marché des pensions de titres. Cette situation a permis aux établissements fournisseurs de liquidités de proposer des taux d'intérêt plus élevés, ou, autrement dit, établis à un niveau négatif plus proche de zéro, provoquant un mouvement à la hausse du SARON, représenté par la ligne noire du graphique 4. Bien qu'attendues, les pressions à la hausse exercées sur le SARON et d'autres taux à court terme du marché monétaire étaient indésirables du point de vue de la politique monétaire.

Depuis novembre 2019, la BNS procède à des opérations permettant de maintenir les taux à court terme du marché monétaire gagé à un niveau proche de celui de son taux directeur. Entre novembre 2019 et juillet 2020, et notamment à partir de fin mars, nous avons effectué des opérations de réglage fin dans le segment de l'argent au jour le jour sur le marché des pensions de titres. Ces opérations sont représentées par des losanges rouges dans le graphique 4. Lors d'opérations de réglage fin, la BNS place, directement sur la plateforme de négoce pour les pensions de titres, des offres de liquidités (*cash provider quotes*), que chaque acteur du marché des pensions de titres peut accepter (*hit*) s'il le souhaite. Dans la mesure où la BNS place des offres spécifiques, les preneurs de liquidités n'ont aucune raison d'accepter des liquidités à un taux plus élevé, c'est-à-dire moins attrayant. Ces opérations de réglage fin permettent à la BNS de plafonner les taux des pensions de titres et d'atténuer de brusques hausses.

Depuis juillet, nous continuons de soutenir une évolution rapprochant progressivement le SARON du taux directeur de la BNS en recourant, sur la plateforme des pensions de titres, à des appels d'offres pour des échéances d'un mois. Ces appels d'offres sont représentés par des triangles bleus à droite du graphique 4. Contrairement aux opérations de réglage fin, par

lesquelles la BNS plafonne les taux d'intérêt, les appels d'offres pour des échéances d'un mois permettent à la BNS de mettre à disposition des liquidités à moyen terme. Les banques peuvent couvrir une partie de leurs besoins de liquidités en participant à ces appels d'offres. Vu que ces banques dépendent alors moins du marché interbancaire gagé pour se procurer les liquidités souhaitées, la demande totale de liquidités au jour le jour baisse sur le marché des pensions de titres, et la pression à la hausse exercée sur le SARON diminue.

Nous aimerions en outre souligner que, progressivement, les liquidités peuvent être redistribuées entre les banques par d'autres voies que le seul marché des pensions de titres. Une banque peut ainsi transférer à une autre des fonds de la clientèle et des dépôts à moyen et long terme. Bien entendu, de tels processus d'adaptation prennent du temps.

Permettez-moi de récapituler les principaux points examinés jusqu'ici. Le pilotage des taux d'intérêt à court terme du marché monétaire fonctionne toujours, même lorsque les taux sont négatifs. Les taux d'intérêt déterminants sont au nombre de trois. Le *taux directeur de la BNS* sert à la communication de la décision de politique monétaire. Il indique notamment le cap que la Banque nationale entend suivre dans sa politique monétaire. Le *taux d'intérêt négatif* appliqué aux avoirs à vue que les banques commerciales détiennent à la BNS constitue le principal instrument utilisé par la Banque nationale pour mettre en œuvre sa politique monétaire sur le marché monétaire. Les montants exonérés permettent de soulager le système bancaire sans compromettre la capacité de la Banque nationale à maintenir les *taux à court terme du marché monétaire gagé, et notamment le SARON*, à un niveau proche du taux directeur de la BNS.

Comme vous pouvez le constater, la BNS dispose des instruments nécessaires pour gérer les taux d'intérêt du marché monétaire, même lorsque ceux-ci sont négatifs. Cependant, le fait que la banque centrale possède une panoplie d'instruments efficaces ne suffit pas à assurer le bon fonctionnement du marché monétaire. Il faut également une infrastructure saine qui permette aux intervenants sur le marché financier, donc aussi à la BNS, de conclure leurs opérations d'une manière fiable, efficace et transparente. Ainsi, comme nous arrivons à la fin du présent exposé, nous aimerions aborder brièvement la question de l'infrastructure du marché monétaire en Suisse.

Le rôle d'une infrastructure de marché monétaire solide

Pour bien fonctionner, le marché monétaire a besoin d'une infrastructure solide et performante. Comme nous l'avons vu, le marché monétaire est important à la fois pour la mise en œuvre de la politique monétaire, pour la redistribution des liquidités entre les banques et pour l'établissement de taux de référence. Il constitue clairement un pilier du système financier suisse. C'est pourquoi il est essentiel que l'infrastructure qu'il utilise soit solide et sûre. Cette condition est remplie depuis plus de vingt ans grâce à l'efficacité de la Swiss Money Market Value Chain. Ce système très performant couvre l'intégralité du cycle des opérations gagées, soit la chaîne de valeur allant du négoce au règlement, et ce aussi bien du côté des liquidités que de celui des garanties. Mis en place conjointement par les

établissements financiers de la place suisse, il est exploité par SIX Group. La BNS participe depuis le début à son aménagement.

Unique au monde de par sa conception, la Swiss Money Market Value Chain a d'ores et déjà fait ses preuves. Ce système a pour caractéristique centrale de recourir à une seule plate-forme et à un ensemble de règles valables pour les quelque 150 banques et autres intervenants. De plus, la BNS dispose d'un accès direct à cette plate-forme, sur laquelle elle effectue également ses opérations de politique monétaire. Le large cercle de participants, le niveau avancé de standardisation et le fait que les opérations interbancaires et les opérations de politique monétaire sont réalisées sur la même plate-forme contribuent à améliorer la liquidité du marché, la transparence et la confiance entre les intervenants. Les avantages d'une plate-forme commune ressortent particulièrement lors de situations financières critiques, dans lesquelles il est crucial que la redistribution de liquidités et les opérations de politique monétaire se fassent de manière fluide.

La Swiss Money Market Value Chain est conçue pour rester en phase avec les innovations technologiques et les besoins des intervenants sur les marchés. La technologie qu'elle utilise a constamment été adaptée et améliorée ces deux dernières décennies, le plus souvent par étapes modestes. Toutefois, des composantes importantes ont parfois aussi subi une révision générale. Ainsi, la plate-forme de négoce elle-même a été remplacée il y a quatre ans. CO:RE, la nouvelle plate-forme, permet aux participants d'exécuter des opérations bilatérales et de déposer ou d'accepter des offres (*quotes*) visibles par tous. La centralisation du négoce sur une plate-forme commune et la standardisation des contrats augmentent la liquidité du marché. Tous les participants peuvent voir les prix résultant des transactions conclues, ce qui assure une transparence élevée. La plate-forme CO:RE permet de conclure des pensions de titres contre des francs ou des monnaies étrangères. La BNS l'utilise non seulement pour ses opérations de politique monétaire, mais aussi pour les appels d'offres en vue de l'émission d'emprunts et de créances comptables à court terme pour le compte de la Confédération.

Les nouvelles fonctions de gestion des garanties offrent des opportunités aux intervenants sur les marchés. Un important maillon de la chaîne de valeur a été remplacé en juin 2020 lors du lancement de l'agent tripartite (*triparty agent*, TPA). Celui-ci est conçu pour faciliter grandement la gestion des garanties et pour élargir la gamme de services proposés aux participants. Son développement est activement poursuivi. La gestion des garanties acquiert une importance croissante à la fois pour une gestion efficace des titres et pour une sécurisation permanente, conformément aux accords conclus, des transactions exécutées.

Cette infrastructure intégrée a de nombreux points forts et offre de nombreux avantages. Notre approche reste toutefois ouverte, et nous envisageons actuellement de recourir à de toutes nouvelles technologies. Un exemple en la matière est l'utilisation de la technologie des registres distribués (*distributed ledger technology*, DLT) à la fois pour le négoce et pour le règlement d'actifs convertis en jetons numériques («tokenisés»). De concert avec l'antenne suisse du hub d'innovation de la BRI, la BNS étudie actuellement la manière d'intégrer au mieux différentes nouvelles technologies numériques dans l'infrastructure existante et analyse

si une monnaie numérique de banque centrale sera nécessaire pour la sécurité et l'efficacité des règlements interbancaires.

Au fil des changements technologiques et de l'évolution des besoins, des adaptations de plus ou moins grande ampleur demeureront nécessaires. Il va sans dire que lorsque nous procéderons à de telles adaptations, nous continuerons de veiller au maintien des principes sur lesquels repose la Swiss Money Market Value Chain, à savoir notamment son caractère d'entreprise commune, la coopération étroite entre SIX, les banques et la BNS, et enfin le fait que les opérations de politique monétaire et interbancaires sont conclues selon un ensemble de règles valables pour tous et sur une plate-forme unique. La BNS entend continuer à jouer son rôle. Elle poursuivra son action en faveur du développement continu de l'infrastructure du marché monétaire suisse.

Conclusion

Mesdames et Messieurs, nous espérons avoir réussi à vous montrer combien le pilotage des taux d'intérêt sur le marché monétaire est une activité à la fois passionnante et variée. La BNS a pour mission principale d'assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Depuis début 2015, nos principaux instruments de politique monétaire sont le taux d'intérêt négatif appliqué aux avoirs en comptes de virement des banques et notre disposition à intervenir, si nécessaire, sur le marché des changes. Ces deux instruments demeurent essentiels dans l'environnement actuel pour assurer que les conditions monétaires sont adéquates.

Nous avons abordé aujourd'hui certains des développements observés sur le marché monétaire en francs à la suite de différentes adaptations que nous avons apportées ces 17 derniers mois. Dans notre stratégie de politique monétaire, ces adaptations ont été au nombre de deux: l'introduction du taux directeur de la BNS et l'accroissement à deux reprises du total des montants exonérés de l'intérêt négatif, accroissement qui a notablement allégé la charge d'intérêt pesant sur le système bancaire. Comme nous l'avons montré, il est tout à fait possible de piloter efficacement le niveau des taux d'intérêt du marché monétaire lorsqu'ils sont dans la zone négative. Cela est notamment dû au fait que le marché monétaire gagé en francs est efficace, possède une infrastructure moderne et peut s'appuyer sur des participants dont l'engagement est sans faille. La BNS continuera de contribuer à aménager l'infrastructure du marché monétaire.

Mesdames et Messieurs, je vous remercie vivement d'avoir participé à cette manifestation. En faisant l'effort de vous connecter à cet Apéritif Marché monétaire virtuel malgré son format inhabituel, vous manifestez votre intérêt pour les thèmes traités, ce dont nous vous savons gré.

Monetary policy implementation: How to steer interest rates in negative territory

Andréa M. Maechler, Member of the Governing Board
Thomas Moser, Alternate Member of the Governing Board
Swiss National Bank

Virtual Money Market Event, 5 November 2020

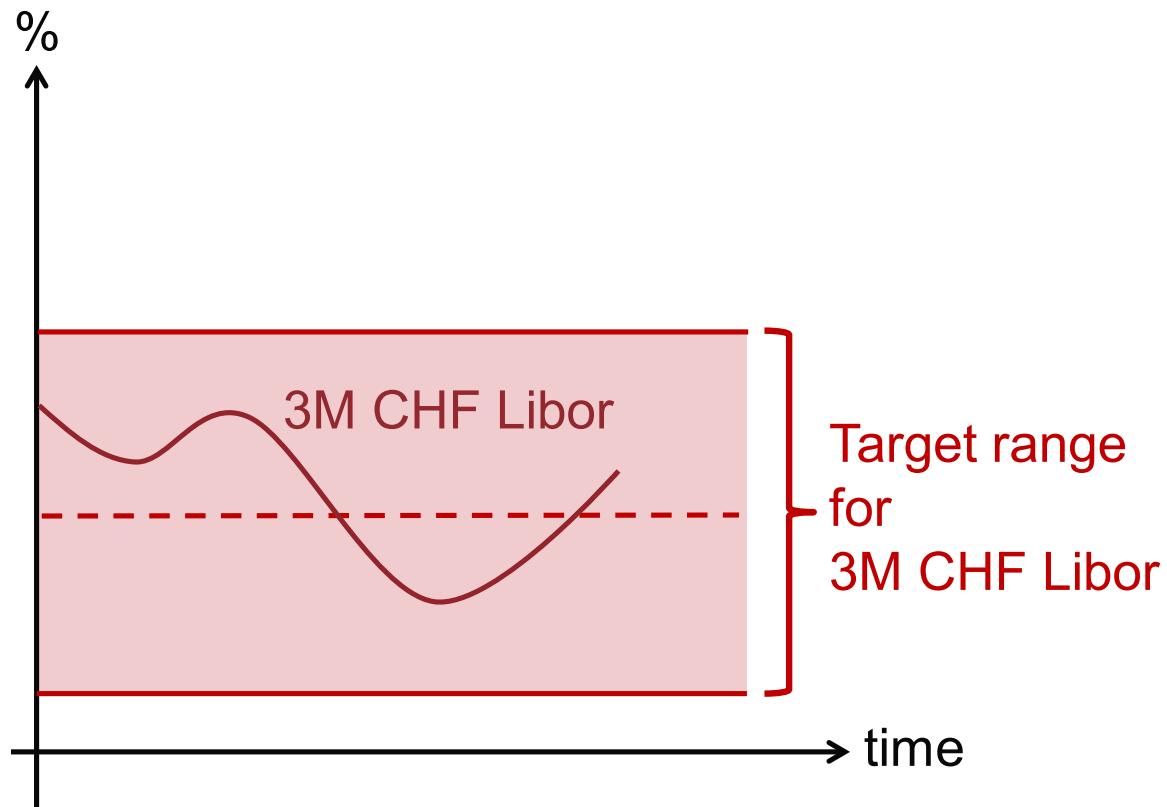
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



Chart 1 SNB policy rate and target range for three-month Swiss franc Libor

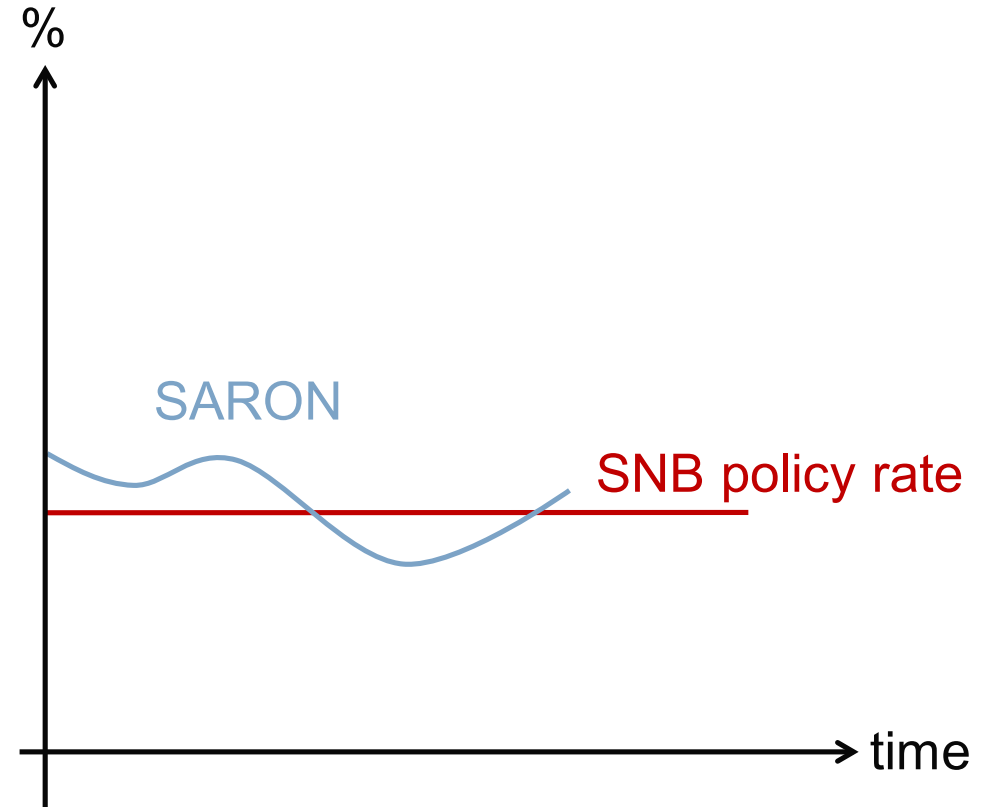
Old system:

Target range for 3M CHF Libor



New system:

SNB policy rate



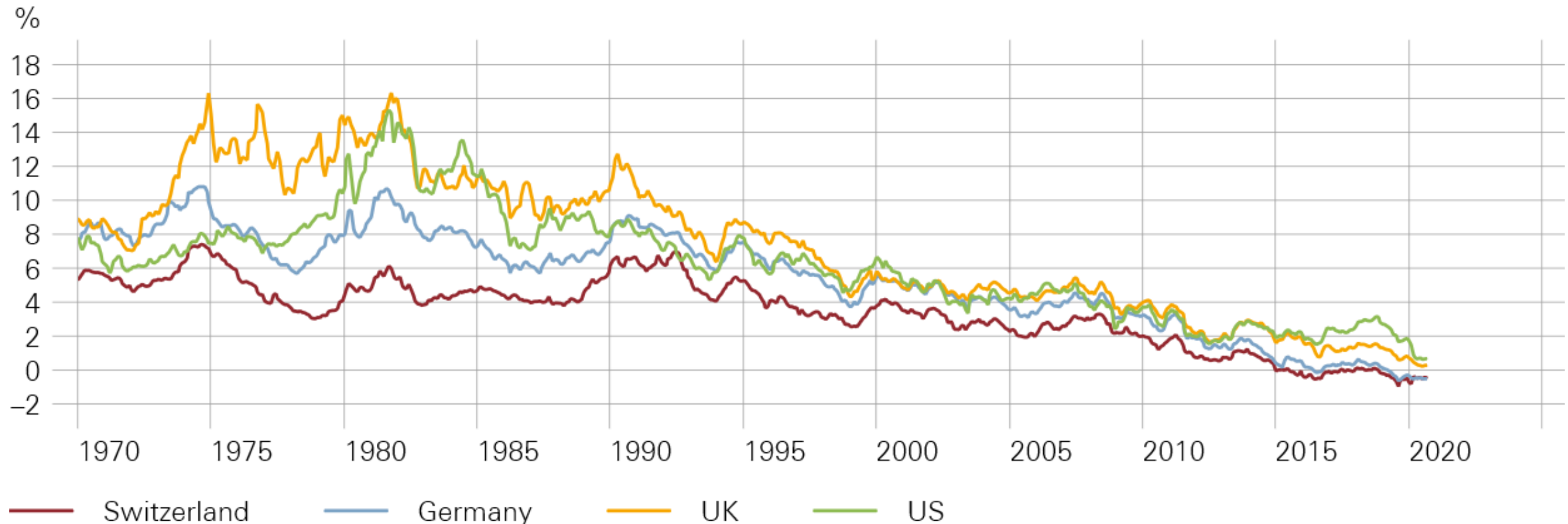
Source: SNB

Chart 2

Long-term yields have fallen globally over the past three decades

NOMINAL INTEREST RATES

10-year government bond yields

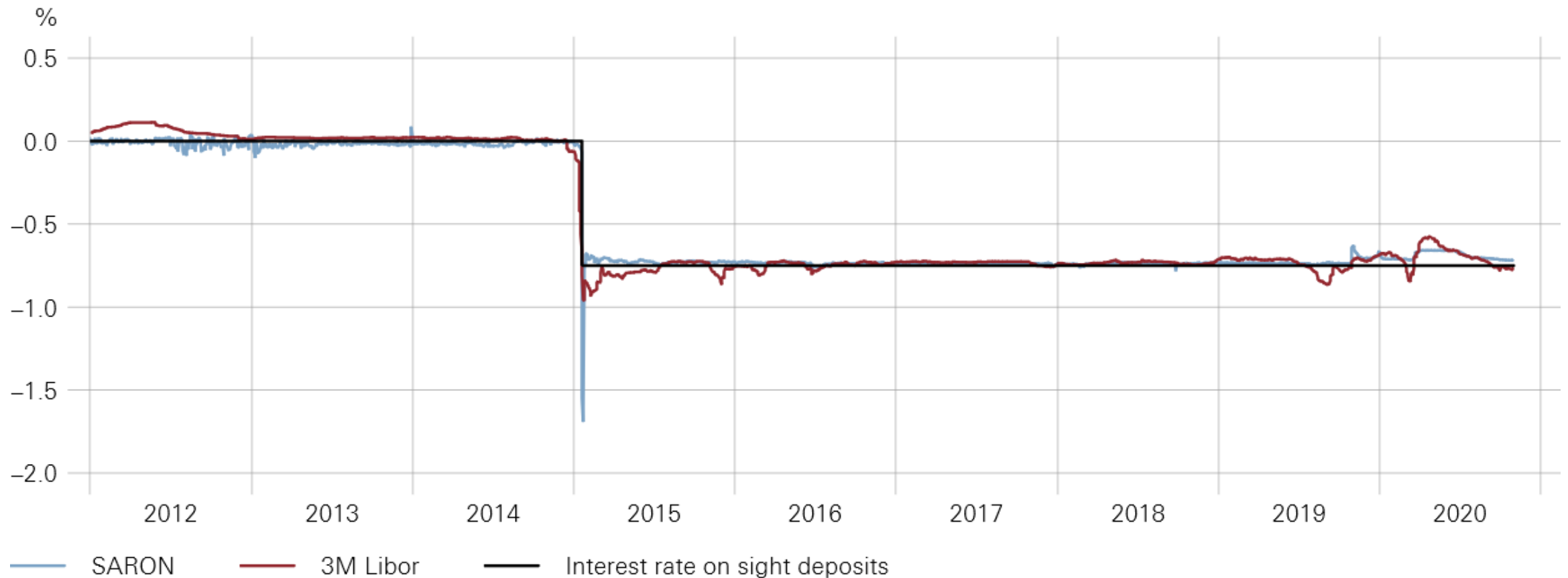


Sources: SNB, IMF, OECD

Chart 3

Interest rate on banks' sight deposits held at SNB is a key instrument

SWISS FRANC MONEY MARKET RATES

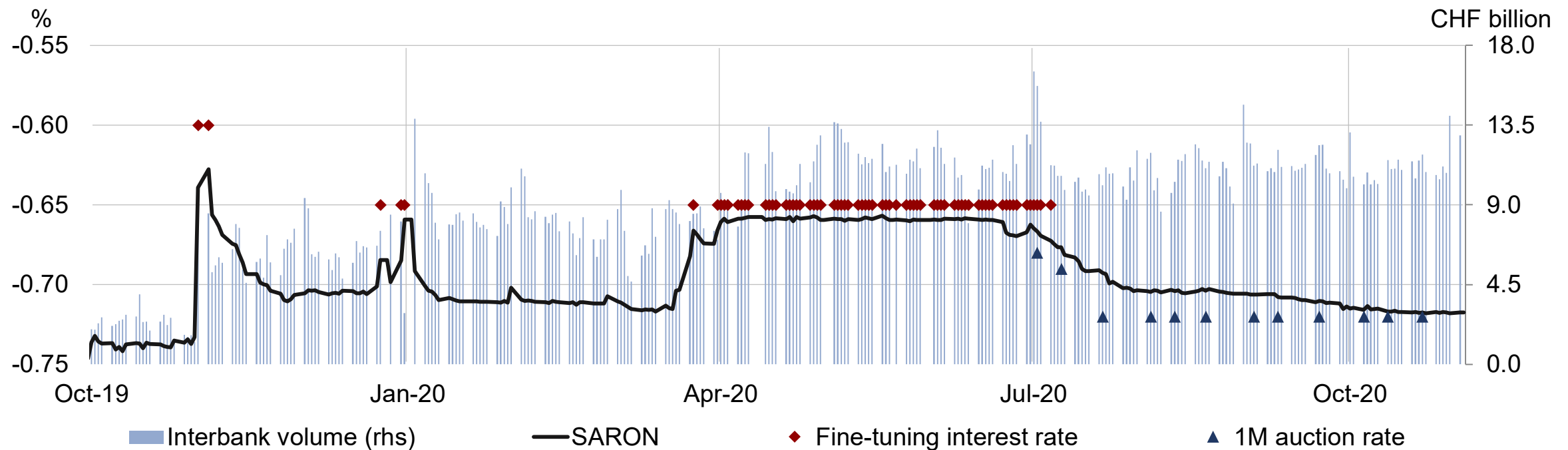


Sources: SNB, Bloomberg

Chart 4

SNB's fine-tuning operations and one-month auctions guide SARON

OVERNIGHT REPO VOLUME, SARON AND SNB'S FINE-TUNING AND AUCTION RATES



Sources: SNB, Bloomberg