



Embargo jusqu'au
17 novembre 2022, 18 h 30

Retour aux taux d'intérêt positifs: pourquoi un système de rémunération à deux paliers?

Apéritif «Marché monétaire»

Andréa M. Maechler et Thomas Moser*

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

Banque nationale suisse

Genève, le 17 novembre 2022

© Banque nationale suisse (exposé donné en anglais)

* Les intervenants remercient Florian Böser, Lucas Fuhrer et Mico Loretan de leur aide pour préparer le présent exposé. Ils adressent également leurs remerciements à Dirk Faltin, Cyrille Planner, Michael Schäfer, Jacqueline Thomet et Tanja Zehnder pour leurs précieux commentaires et aux services linguistiques de la BNS pour les traductions.



Mesdames et Messieurs,

Mon collègue Thomas Moser et moi-même sommes heureux de vous accueillir à cet Apéritif du marché monétaire de la Banque nationale suisse (BNS), ici à Genève. Que ce soit sur place ou en ligne, vous êtes nombreux à nous honorer de votre présence, ce qui nous ravit.

Depuis notre dernière rencontre dans ce même cadre il y a une année, la lutte contre l'inflation est devenue la principale tâche des banques centrales à l'échelle internationale. Dans de nombreux pays, l'inflation s'est accélérée pour atteindre une ampleur et un rythme que peu de monde aurait anticipés. Ce phénomène s'explique en grande partie par de constantes interruptions des chaînes mondiales d'approvisionnement en raison de la pandémie de Covid-19. En plus de causer une immense misère sur le plan humain, la guerre menée par la Russie contre l'Ukraine a encore accentué les pressions inflationnistes du fait de son impact sur les prix énergétiques et alimentaires. Davantage persistante au cours des derniers mois, l'inflation s'est aussi étendue à des pans plus larges de l'économie qu'initialement prévu. En matière de politique monétaire, cela s'est traduit au niveau international par un changement de cap, les banques centrales ayant commencé à relever leurs taux d'intérêt.

Quant à la BNS, elle a également resserré sa politique monétaire en relevant son taux directeur, qui est désormais à nouveau positif. Avec le passage à un contexte de taux d'intérêt positifs, la Banque nationale a dû adopter une nouvelle approche pour mettre en œuvre sa politique sur le marché monétaire. Notre nouvelle approche comporte deux éléments: un système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue (*reserve tiering*), ainsi qu'une réduction de ces avoirs à vue par des opérations d'*open market*. Cette nouvelle approche prend en compte les changements structurels intervenus sur le marché monétaire depuis la dernière période de taux positifs. Dans ces conditions modifiées, la nouvelle approche nous permet en particulier de poursuivre notre objectif, à savoir maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui du taux directeur de la BNS.

L'apéritif de ce soir constitue donc une excellente occasion de présenter les détails de notre nouvelle approche. Nous nous pencherons d'abord sur les motifs qui justifient l'adoption de notre nouvelle approche de mise en œuvre, avant de vous donner un aperçu de la manière dont nous l'avons appliquée jusqu'à présent.

Pourquoi la BNS renoue-t-elle avec une politique monétaire basée sur des taux positifs?

Permettez-moi de démarrer par un aperçu des raisons justifiant que la BNS resserre sa politique monétaire.

Jusqu'à récemment, la hausse des prix à la consommation s'est inscrite à un niveau bas et relativement stable pendant environ trois décennies. La diapositive 2 montre le taux d'inflation mesuré par l'indice des prix à la consommation (IPC) aux États-Unis (ligne bleue), dans la zone euro (ligne jaune) et en Suisse (ligne rouge) depuis 1980. Sur les trois décennies

comprises entre 1990 et 2020, le taux d'inflation annuel moyen de la Suisse a été d'à peine 1%. Le vent a cependant tourné depuis fin 2020, et l'inflation s'est fortement accélérée sur le plan international. Elle s'est également accrue en Suisse, quoiqu'un peu plus tard et moins fortement que dans d'autres économies. Dans notre pays, le renchérissement sur un an des prix à la consommation a été supérieur à 3% depuis le milieu de l'année et a atteint son plus haut niveau depuis le début des années 1990. Les dernières données relatives à l'IPC suisse ont fait état d'une inflation de 3%. Ce taux est supérieur à la plage que la Banque nationale assimile à la stabilité des prix, à savoir une hausse annuelle de l'IPC inférieure à 2%.

Du fait de l'intensification des pressions inflationnistes émanant de l'étranger durant la seconde moitié de l'année dernière, la BNS a décidé, lors de l'examen de la situation économique et monétaire de décembre 2021, de permettre au franc de s'apprécier en termes nominaux. En plus de cela, nous avons resserré notre politique monétaire à compter du mois de juin de cette année en relevant notre taux directeur¹. En effet, le 16 juin, nous avons relevé notre taux directeur – représenté par la ligne bleue sur la diapositive 3 – de 50 points de base, le portant à -0,25%. Ce moment a été historique, car il s'agissait du premier relèvement de taux en 15 ans. Pour de nombreuses personnes employées au sein de notre institution, c'était même le premier relèvement qu'elles aient connu durant leur vie professionnelle. Le 22 septembre, nous avons continué de relever notre taux directeur, cette fois de 75 points de base. Ce deuxième relèvement du taux à 0,5% a constitué un autre événement historique, car il a mis fin à la période de taux de référence négatif en Suisse, qui durait depuis janvier 2015.

Pourquoi la mise en œuvre de la politique monétaire importe-t-elle?

Le relèvement de taux que nous avons opéré au mois de septembre – représenté par une flèche rouge sur la diapositive 4 – indiquait notre intention de porter les taux appliqués aux opérations à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de notre taux directeur désormais positif. En particulier, cet objectif s'applique au taux d'intérêt le plus représentatif du marché monétaire en francs, le SARON. Annoncer un changement de taux directeur n'entraîne pas automatiquement de hausse des taux du marché monétaire, en particulier dans un contexte d'abondance des avoirs à vue à disposition. Pour une hausse des taux du marché monétaire telle qu'envisagée, la politique monétaire doit être mise en œuvre de manière à ce que les taux sur le marché monétaire en francs se rapprochent du taux directeur de la BNS. Que faut-il faire pour y parvenir? Que faut-il faire pour concrétiser la flèche bleue de la diapositive 4?

En lui-même, le changement de contexte lié au passage à des taux positifs n'a pas modifié l'objectif que nous poursuivons dans la mise en œuvre de notre politique monétaire. Notre

¹ Depuis juin 2019, la BNS communique ses décisions de taux d'intérêt en se basant sur son taux directeur. Par la fixation de ce taux, la BNS indique le niveau souhaité des taux d'intérêt du marché monétaire gagé. Avant juin 2019 et pendant près de 20 ans, la BNS assignait une marge de fluctuation au Libor à trois mois lors de ses examens trimestriels de la situation économique et monétaire. Elle s'employait ensuite à maintenir habituellement ce taux dans la zone médiane de la marge en recourant à des opérations sur le marché monétaire.

objectif, qui figure sur le côté gauche de la diapositive 5, reste de maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs à un niveau proche de celui de notre taux directeur. Pour des raisons que nous expliquerons sous peu, la BNS a néanmoins dû ajuster son approche pour la mise en œuvre de sa politique monétaire. Elle a pour ce faire recouru à deux éléments nouveaux, comme vous pouvez l'observer sur la diapositive 5, côté droit: un système à deux paliers pour rémunérer les avoirs à vue, et la résorption des avoirs à vue excédentaires.

Avant que nous abordions en détail la manière dont interviennent le système à deux paliers et la résorption des avoirs à vue, vous vous êtes peut-être demandé pourquoi nous ne sommes pas revenus à l'approche de mise en œuvre que nous utilisions avant la crise financière mondiale. À cette époque, nous ne rémunérions pas les avoirs à vue et nous contrôlions les taux du marché monétaire – lesquels étaient alors positifs – en maintenant les avoirs à vue limités et proches du niveau de la demande structurelle des banques². Dans le sillage de la crise financière, les conditions du marché monétaire ont changé de façon fondamentale et permanente. Notre décision d'adopter une nouvelle approche de mise en œuvre sur le marché monétaire a surtout été motivée par les deux changements structurels suivants³.

Premièrement, le volume d'avoirs à vue s'est considérablement accru depuis la crise financière, du fait de notre politique monétaire expansionniste et en particulier de nos interventions sur le marché des changes⁴. En conséquence, le marché monétaire se caractérise aujourd'hui, sur le plan structurel, par un excédent d'avoirs à vue plutôt que par une insuffisance. Un retour à la situation d'avant la crise financière aurait exigé que nous réduisions très largement le volume d'avoirs à vue⁵. Compte tenu des sommes considérables en jeu et de la longue durée que nécessiterait une telle tâche, nous doutons que nous aurions été capables à court terme de piloter les taux du marché monétaire.

Secondement, le monde a fortement changé en ce qui concerne les taux de référence pour le franc. Le Libor a notamment été remplacé par le SARON comme taux de référence⁶. Le SARON, ou Swiss average rate overnight, se base sur les opérations effectives du secteur privé qui portent sur le segment au jour le jour du marché des pensions de titres en francs. Un volume suffisant d'activités sur le marché monétaire interbancaire est donc nécessaire afin de garantir une base solide pour le calcul du SARON.

² À cette époque, la demande structurelle était surtout motivée par l'obligation faite aux banques de détenir un montant minimal d'avoirs à vue ainsi que par la volonté de nombreux établissements financiers d'en détenir suffisamment pour procéder aux paiements requis.

³ Voir Berentsen et al. (2018) pour un examen de différentes approches de mise en œuvre se basant sur un volume élevé d'avoirs à vue.

⁴ L'incertitude concernant le niveau et la variabilité de la demande structurelle d'avoirs à vue s'est également accrue durant cette période. Cette incertitude s'explique en partie par de nouvelles réglementations en matière de liquidités, qui sont entrées en vigueur après la crise financière.

⁵ Il serait possible de réduire le volume d'avoirs à vue en vendant une partie des devises acquises les années précédentes ou en procédant à des opérations d'*open market*. Dans les deux cas, certains effets négatifs, tels qu'une appréciation substantielle du franc, n'auraient pas pu être écartés.

⁶ Taux de référence par excellence pendant plusieurs décennies, le Libor a été abandonné pour la plupart des monnaies fin 2021. Dans le cas du franc, il a été remplacé par le SARON. Le passage du Libor au SARON a fait l'objet d'une analyse dans l'ouvrage de Maechler et Moser (2022).

Pourquoi la BNS applique-t-elle un système de rémunération à deux paliers?

J'aimerais à présent donner quelques précisions sur le fonctionnement de notre approche et exposer les raisons pour lesquelles chacun de ses deux volets est réellement nécessaire à la mise en œuvre de notre politique monétaire dans un contexte de taux positifs. Commençons par le premier volet, à savoir le système de rémunération à deux paliers.

La rémunération des avoirs à vue nous permet de piloter les taux du marché monétaire dans un contexte caractérisé par un taux directeur positif et un excédent élevé d'avoirs à vue⁷. Il est important de souligner cependant qu'à la différence de nombreuses autres banques centrales qui versent elles aussi des intérêts sur les avoirs à vue, la BNS n'applique pas des taux d'intérêt uniformes à tous les avoirs, mais recourt à un système à deux paliers. Pour expliquer le fonctionnement du système à deux paliers, prenons un modèle bancaire fortement simplifié tel qu'il est représenté sur la diapositive 6.

La BNS calcule un seuil de rémunération individuel pour chaque établissement détenant des avoirs à vue. Sur la diapositive, le seuil est représenté par une ligne verticale rouge. Le seuil individuel de chaque banque est établi en fonction des exigences en matière de réserves minimales, de sorte que le seuil ne correspond généralement pas aux avoirs à vue détenus⁸. Par conséquent, les banques se répartissent en deux groupes: celles dont les avoirs à vue excèdent leur seuil, représentées dans la partie supérieure de la diapositive, et celles dont les avoirs à vue sont inférieurs à leur seuil, représentées dans la partie inférieure. Sur la part des avoirs à vue inférieure ou égale au seuil, la BNS verse un intérêt correspondant au taux directeur de la BNS, qui est actuellement de 0,5% (voir rectangle bleu foncé). Par contre, la BNS applique aux avoirs à vue dépassant le seuil un intérêt calculé sur la base du taux directeur de la BNS réduit d'un certain nombre de points de base (voir rectangle bleu clair). Ce taux d'intérêt est de 0% en ce moment. Pour la suite de cet exposé, nous utilisons le terme d'avoirs excédentaires pour désigner la part des avoirs à vue dépassant le seuil.

Examinons la situation du point de vue des banques détenant des avoirs excédentaires. Comme nous venons de le mentionner, une part des avoirs à vue de ces banques est rémunérée à un taux de 0%. Ces banques sont donc fortement incitées à prêter une partie de leurs avoirs excédentaires à d'autres banques et de percevoir un intérêt supérieur à 0%. Inversement, les banques dont les avoirs à vue sont inférieurs à leur seuil cherchent à emprunter, à un taux d'intérêt de moins de 0,5%, des avoirs leur permettant d'atteindre le seuil, puis à engranger un intérêt de 0,5% sur ces avoirs supplémentaires. Ces opérations,

⁷ Nous avons aussi appliqué un taux d'intérêt aux avoirs à vue entre janvier 2015 et septembre 2022. Il s'agissait d'un intérêt négatif portant sur les avoirs à vue que les banques détenaient à la BNS. Afin de réduire la charge financière des banques, la BNS exonérait de l'intérêt négatif les avoirs à vue jusqu'à concurrence d'un montant fixé individuellement pour chaque établissement. Voir Maechler et Moser (2020) pour une analyse de ces mécanismes.

⁸ En ce qui concerne les banques soumises à l'obligation de détenir des réserves minimales, le seuil individuel est égal à la moyenne mobile du montant des réserves minimales requises des 36 périodes d'application précédentes, multipliée par le coefficient du seuil. De plus amples informations figurent dans la [Note concernant les taux d'intérêt appliqués aux avoirs à vue](#).

représentées sur la diapositive 7, profitent aussi bien aux banques qui prêtent des avoirs qu'à celles qui en empruntent: les premières touchent les intérêts interbancaires positifs sur les avoirs à vue excédentaires, tandis que les secondes engrangent la différence entre le taux directeur de la BNS et le taux d'intérêt interbancaire. Le système de rémunération à deux paliers encourage donc les opérations interbancaires et renforce l'activité sur le marché monétaire interbancaire, laquelle rend à son tour la base de calcul du SARON plus robuste⁹.

A contrario, si nous étions amenés à renoncer au système à deux paliers et que nous devions appliquer un taux d'intérêt unique à tous les avoirs à vue, les acteurs du marché ne seraient guère intéressés à effectuer des opérations entre eux, et l'activité sur le marché monétaire en franc reculerait fortement. Les raisons en sont doubles. Premièrement, un grand nombre d'acteurs du marché disposent toujours d'avoirs à vue abondants. Secondement, tous les établissements admis au marché des pensions de titres peuvent détenir des avoirs à vue à la BNS. De ce fait, les acteurs du marché n'auraient aucun intérêt à se procurer des avoirs via des pensions de titres, et il n'y aurait donc guère d'activité interbancaire.

Pourquoi la BNS procède-t-elle à la résorption d'avoirs à vue?

Penchons-nous à présent sur le second volet de notre nouvelle approche de mise en œuvre, à savoir la résorption d'avoirs à vue. Pourquoi souhaitons-nous diminuer les avoirs à vue et comment nous y prenons-nous?

Nous venons de constater en examinant le système à deux paliers que les banques détenant des avoirs excédentaires étaient incitées à prêter ces avoirs à des banques dont les avoirs à vue sont inférieurs au seuil qui leur a été attribué. À moins que ces dernières ne soient en mesure d'emprunter des sommes considérables, le système peut toujours afficher un volume important d'avoirs excédentaires même après prise en compte de l'ensemble des opérations interbancaires. C'est justement ce que nous voyons sur la diapositive 7. Même après la prise en compte des opérations interbancaires, il reste des avoirs excédentaires, représentés ici en bleu clair. Dans un tel contexte, le taux d'intérêt d'équilibre qui s'établirait sur le marché monétaire interbancaire serait relativement proche du taux de rémunération inférieur appliqué aux avoirs à vue, soit 0% actuellement¹⁰. Un tel niveau n'est pas souhaitable pour nous, car nous visons un niveau proche de celui du taux directeur de la BNS pour les taux à court terme du marché monétaire gagé en francs.

En diminuant le volume des avoirs à vue excédentaires, nous réduisons aussi les avoirs disponibles sur le marché monétaire interbancaire. Cela nous permet de piloter les taux du

⁹ Lors de la période où le taux directeur de la BNS était négatif, nous avons pu constater que le système à deux paliers stimule les opérations interbancaires. Comme nous appliquions un taux d'intérêt négatif uniquement aux avoirs à vue qui dépassaient le montant exonéré calculé individuellement pour chaque banque, nous recourions par définition à un système à deux paliers. Voir Fuhrer et al. (2021) pour les aspects théoriques et empiriques de la mise en œuvre de la politique monétaire par un système à deux paliers.

¹⁰ Dans le contexte de la BNS, les taux de rémunération supérieur et inférieur sont en principe respectivement dénommés «taux d'intérêt appliqués aux avoirs à vue jusqu'au seuil» et «excédant le seuil». Dans le cadre de cet exposé, nous parlerons de taux de rémunération supérieur et inférieur.

marché de telle sorte qu'ils se rapprochent de notre taux directeur de 0,5%. Telle est la fonction du second volet de notre nouvelle approche de mise en œuvre. Pour résorber les avoirs excédentaires, nous recourons à des opérations d'*open market*. Plus précisément, nous concluons des pensions de titres de plus de un jour et émettons des Bons de la BNS. Ces derniers représentent des créances sur la BNS et sont négociables¹¹. Nos pensions de titres de plus de un jour ont une maturité d'une semaine et font l'objet d'appels d'offres quotidiens. Pour les Bons de la BNS par contre, les appels d'offres ont lieu sur une base hebdomadaire, et les maturités varient d'une semaine à l'autre.

Nous voyons sur la diapositive 8 que ces opérations ont pour effet de remplacer le rectangle bleu clair par un rectangle vert clair. Les opérations de résorption des avoirs excédentaires sont conclues à des taux d'intérêt proches de 0,5% sur la base d'un équivalent au jour le jour¹². Cela les rend particulièrement intéressantes pour les banques qui détiennent des avoirs excédentaires. En recourant aux instruments que nous proposons, ces banques peuvent réduire le volume de leurs avoirs excédentaires qui seraient autrement rémunérés à 0%.

Il convient de souligner que les opérations interbancaires et les opérations de la BNS destinées à résorber des avoirs à vue ont toutes deux pour objectif de réduire les avoirs excédentaires et, si possible, de les éponger de manière à ce que les banques soient disposées à payer le taux d'intérêt supérieur pour détenir des avoirs à vue.

Comment l'approche de la BNS influe-t-elle sur les taux du marché monétaire?

Nous avons montré jusqu'ici que le système de rémunération à deux paliers et les opérations de résorption des avoirs à vue peuvent stimuler l'activité sur le marché monétaire interbancaire et faire diminuer l'encours des avoirs à vue excédentaires. Afin de compléter cette présentation, nous allons examiner à présent comment ces éléments influent sur la dynamique et les taux d'intérêt du marché monétaire.

Penchons-nous d'abord sur la demande des banques pour des avoirs à vue. On peut raisonnablement supposer qu'un prix moins élevé (c'est-à-dire un taux d'intérêt plus bas) sur le marché monétaire fera augmenter la demande d'avoirs à vue. En d'autres termes, comme nous le voyons sur la diapositive 9, la courbe de la demande d'avoirs à vue aura une pente descendante¹³. Comment au juste le système de rémunération à deux paliers et la résorption des avoirs à vue interviennent-ils? Comme nous l'avons indiqué, les deux taux d'intérêt distincts appliqués aux avoirs à vue incitent les banques à échanger des avoirs à vue entre elles. Un taux d'intérêt du marché monétaire incitant les unes à prêter et les autres à

¹¹ Considérés comme des actifs liquides de haute qualité dans la réglementation relative au ratio de liquidité, les Bons de la BNS figurent sur la liste des titres admis par la Banque nationale dans ses pensions (SNB GC Basket).

¹² Un équivalent au jour le jour correspond à la part résiduelle du taux d'intérêt après correction de la structure par échéance de la courbe des taux d'intérêt.

¹³ Le modèle traditionnel de Poole (1968) analyse la courbe de la demande d'avoirs à vue dans un contexte où la mise en œuvre de la politique monétaire ne recourt pas à un système à deux paliers.

emprunter se situera nécessairement entre ces deux taux. Comme l'illustre cette diapositive, la courbe de la demande est plafonnée dans le segment supérieur gauche par le taux de rémunération supérieur, et borné dans le segment inférieur droit par le taux de rémunération inférieur. Par conséquent, le SARON s'inscrira dans le corridor compris entre 0% et 0,5%.

Avec le passage à un taux directeur positif, nous ne voulons plus que le SARON se situe dans la zone inférieure ou dans la zone médiane du corridor. Nous voulons qu'il soit proche du plafond de ce corridor, qui est actuellement fixé à 0,5%. Cela s'explique par le fait que, lors de l'introduction de notre nouvelle approche de mise en œuvre, nous avons fixé notre taux directeur à la limite supérieure du corridor, et non plus à la limite inférieure comme c'était le cas dans un contexte de taux directeur négatif.

Les avoirs à vue détenus à la BNS sont représentés, sur la diapositive, par la ligne verticale. Cette ligne est verticale, car c'est la BNS seule qui détermine le volume ultime des avoirs à vue disponibles dans le système bancaire. L'intersection de la demande et de l'offre d'avoirs à vue détermine le taux du marché monétaire, à savoir le SARON. Si la BNS ne procédait à aucune résorption via des opérations d'*open market*, la part excédentaire des avoirs à vue resterait considérable. Du fait de ce volume important d'avoirs disponibles sur le marché monétaire interbancaire, le SARON resterait proche du taux de rémunération inférieur, soit aux alentours de 0%, comme le montre le point rouge sur la présente diapositive.

Afin d'amener le SARON à un niveau proche du plafond du corridor, soit aux alentours du taux directeur de la BNS, nous effectuons des opérations de résorption afin de réduire les avoirs à vue excédentaires et, en fin de compte, les avoirs à vue disponibles sur le marché interbancaire, ce qui déplace la courbe des avoirs à vue vers la gauche. Comme l'illustre la diapositive 10, si les opérations de résorption d'avoirs à vue sont menées à une échelle suffisamment grande, le nouvel équilibre du marché se caractérisera non seulement par un plus faible volume d'avoirs à vue, mais aussi, conformément à notre objectif, par un niveau du SARON proche du niveau du taux directeur de la BNS, comme l'indique le point rouge qui se trouve en-haut.

Le taux d'intérêt indiqué dans nos appels d'offres pour pensions de titres de plus de un jour et pour nos Bons de la BNS est proche du taux directeur sur la base d'un équivalent au jour le jour. Ces opérations créent un plancher «souple» pour les taux d'intérêt appliqués aux opérations du marché des pensions de titres au jour le jour. Ce processus est représenté sur la diapositive par la ligne verte juste au-dessous du SARON. Le plancher est qualifié de «souple» parce que, entre autres raisons, les opérations sont réglées avec un retard de deux jours ouvrables et ne se répercutent donc pas entièrement sur le taux du marché monétaire au jour le jour. Au besoin, nous pouvons aussi effectuer des pensions de titres au jour le jour ou, autrement dit, des opérations de réglage fin. Ces opérations de réglage fin, représentées par la ligne bleu foncé sur la diapositive, créent un plancher «dur» en ce qui concerne les taux d'intérêt appliqués aux opérations du segment au jour le jour. Ce plancher-là est qualifié de «dur» car aucun acteur du marché interbancaire des pensions de titres n'est disposé à prêter des avoirs dans le segment au jour le jour à un taux dont le niveau est inférieur au niveau du

taux réalisable dans le cadre de nos opérations de réglage fin. Cependant, nous ne devons pas fixer ce plancher à un niveau trop élevé, car sinon les banques ne concluraient des opérations qu'avec nous. Il n'y aurait ainsi plus d'opérations interbancaires sur le marché des pensions de titres au jour le jour, et par conséquent la base sur laquelle se fonde le calcul du SARON viendrait à disparaître, et le SARON perdrait rapidement de sa teneur en informations économiques.

Comment le marché monétaire s'est-il adapté à la nouvelle situation?

Nous clorons notre exposé en examinant comment le marché monétaire s'est adapté au nouveau contexte de taux directeur positif et comment nous mettons depuis lors en œuvre notre politique monétaire.

Le taux directeur positif de la BNS est entré en application le vendredi 23 septembre, soit le premier jour ouvrable après la décision de politique monétaire. Comme vous pouvez le voir sur la diapositive 11, le SARON, qui est représenté par la ligne rouge, a grimpé à 0,38% le 23 septembre, soit seulement douze points de base en dessous du nouveau taux directeur. Le SARON a encore augmenté les jours suivants et s'est maintenu ensuite à un niveau proche de notre taux directeur.

Durant les premiers jours qui ont immédiatement suivi le relèvement du taux directeur, nous avons effectué des opérations de réglage fin qui sont représentées par des losanges bleus. Ces opérations ont été effectuées sur une base quotidienne afin de fixer un plancher «dur» pour les taux d'intérêt appliqués aux transactions dans le segment au jour le jour. Et dans les faits, le SARON n'est jamais descendu au-dessous des taux que nous avons appliqués aux opérations de réglage fin, soit 0,35% dans un premier temps, puis 0,38% trois jours plus tard. Comme vous pouvez le voir, durant la phase de transition, nous avons uniquement effectué des opérations de réglage fin uniquement durant les cinq premiers jours. Dès le jour de notre décision de politique monétaire, nous avons également commencé à réaliser des appels d'offres pour pensions de plus de un jour et pour des Bons de la BNS.

Comme vous le voyez sur la diapositive 12, nous avons résorbé un volume élevé d'avoirs à vue par des pensions de titres au jour le jour lors des premières journées qui ont suivi le relèvement de taux. Durant cette période initiale, l'encours des pensions de titres au jour le jour a culminé à environ 36 milliards de francs (en bleu foncé). Nos pensions de titres à plus de un jour (en vert) et nos Bons de la BNS (en gris) ont dès le début rencontré un fort engouement sur le marché, et cette tendance se poursuit. Comme le montre la diapositive, l'encours total des pensions de titres et des Bons de la BNS destinés à résorber les avoirs à vue excédentaires était proche de 140 milliards de francs fin octobre. Les pensions de titres de plus de un jour et les Bons de la BNS ont contribué à part à peu près égale à cette résorption.

Nous avons constaté une demande élevée de Bons de la BNS dès le premier appel d'offres, le 22 septembre, et cette demande a encore augmenté par la suite. Actuellement, elle se

concentre sur le segment des Bons de la BNS à 28 jours, soit la plus courte durée proposée. Comme vous pouvez le constater sur la diapositive 13, l'encours total de Bons de la BNS était de près de 70 milliards de francs fin octobre, dont environ 50 milliards ou quelque 70% de Bons d'une durée de 28 jours. En tant que créances comptables à court terme sur le marché monétaire, les Bons de la BNS constituent des titres négociables. Jusqu'ici, nous n'avons toutefois pas encore observé d'activités de négoce sur le marché secondaire pour ces instruments¹⁴.

Il convient de souligner que nous sommes parvenus à augmenter l'encours de nos instruments de résorption sans faire baisser l'activité interbancaire. Comme le montre la diapositive 14, le volume de négoce a même temporairement augmenté sur le marché monétaire interbancaire après le relèvement de notre taux directeur. Il est resté élevé par la suite, ce qui garantit une base solide pour le calcul du SARON. L'encours des pensions de titres sur le segment au jour le jour est actuellement proche de 10 milliards de francs, soit un niveau proche de la moyenne enregistrée depuis le début de l'année.

Le relèvement de notre taux directeur en septembre s'est également bien transmis aux autres segments du marché monétaire. Par exemple, comme vous pouvez l'observer sur la diapositive 15, les taux au jour le jour sur le marché monétaire non gagé – indiqués par la ligne orange – ont sensiblement augmenté durant le premier jour ouvrable où notre taux directeur désormais positif était appliqué. Nous avons aussi observé une bonne transmission aux taux des swaps basés sur le SARON comme l'illustre le taux à une semaine, représenté par la ligne du haut en pointillé vert sur la diapositive. Étant donné que les taux de swap intègrent les anticipations relatives à l'évolution des taux d'intérêt au jour le jour sur la période concernée, le taux des swaps à une semaine avait déjà naturellement augmenté avant même la décision de politique monétaire de septembre.

Le graphique montre également l'évolution du taux implicite à une semaine des swaps de change dollars contre francs, représentée par la ligne du bas en pointillé gris. Ce taux est généralement un peu plus bas que les autres taux du marché monétaire en francs. À l'exception de quelques fluctuations prononcées à la mi-septembre, les taux implicites à une semaine pour les swaps de change dollars contre francs et pour d'autres swaps de change impliquant le franc sont restés généralement stables depuis le relèvement de taux, et se situent actuellement aux alentours de 0%. Plusieurs établissements actifs sur le marché des swaps de change continuent de détenir des avoirs à vue excédentaires, ce qui a eu pour effet de tirer les taux implicites des swaps de change impliquant le franc à un niveau proche du taux de rémunération inférieur des avoirs à vue. La transmission au marché des swaps de change n'est donc pas encore complète.

¹⁴ Certaines banques paraissent néanmoins s'intéresser à un négoce sur le marché secondaire, car elles ont commencé à y placer régulièrement des offres en vue d'acquiescer des Bons de la BNS.

Conclusion

Permettez-moi de résumer en quelques mots notre propos. Les deux dernières années ont été riches en défis de taille pour les banques centrales. Le retour de l'inflation en est le principal. Face à cette situation, les banques centrales du monde entier, dont la BNS, ont resserré leur politique monétaire.

Le 22 septembre, il y a un peu moins de deux mois, la BNS a mis fin à la période de taux de référence négatif qui avait commencé en janvier 2015. Avec le retour à un taux directeur positif, nous avons adopté une nouvelle approche de mise en œuvre sur le marché monétaire en francs. Nous espérons avoir démontré aujourd'hui le bien-fondé de cette nouvelle approche et avoir fait comprendre comment elle nous permet non seulement de piloter les taux, mais aussi de soutenir l'activité interbancaire sur le marché monétaire en francs.

Bibliographie

Berentsen, A., S. Kraenzlin et B. Müller (2018), «Exit strategies for monetary policy», *Journal of Monetary Economics*, 99, 20-40.

Fuhrer, L., M. Jüttner, J. Wrampelmeyer et M. Zwicker (2021), «Reserve tiering and the interbank market», SNB Working Paper, 2021/17.

Maechler, A. M. et T. Moser (2020), «Mise en œuvre de la politique monétaire: comment piloter les taux d'intérêt dans la zone négative», exposé à l'Apéritif Marché monétaire, 5 novembre 2020.

Maechler, A. M. et T. Moser (2022), «La relève du Libor: de nouveaux taux d'intérêt de référence en vigueur», exposé à l'Apéritif Marché monétaire, 31 mars 2022.

Poole, W. (1968), «Commercial bank reserve management in a stochastic model: implications for monetary policy», *Journal of Finance*, 23(5), 769-791.

Retour aux taux d'intérêt positifs: pourquoi un système de rémunération à deux paliers?

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale, Banque nationale suisse

Thomas Moser

Suppléant d'Andréa M. Maechler, Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Genève, 17 novembre 2022

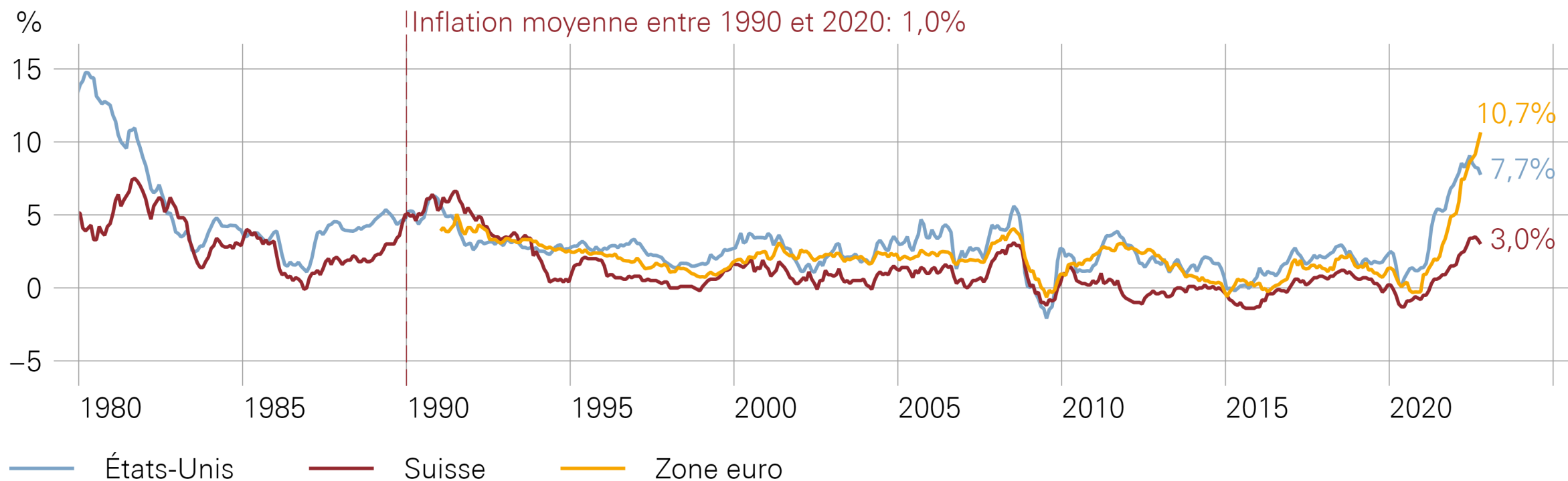
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK
BANQUE NATIONALE SUISSE
BANCA NAZIONALE SVIZZERA
BANCA NAZIUNALA SVIZRA
SWISS NATIONAL BANK



L'inflation ressurgit sur le plan international depuis fin 2020

INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION

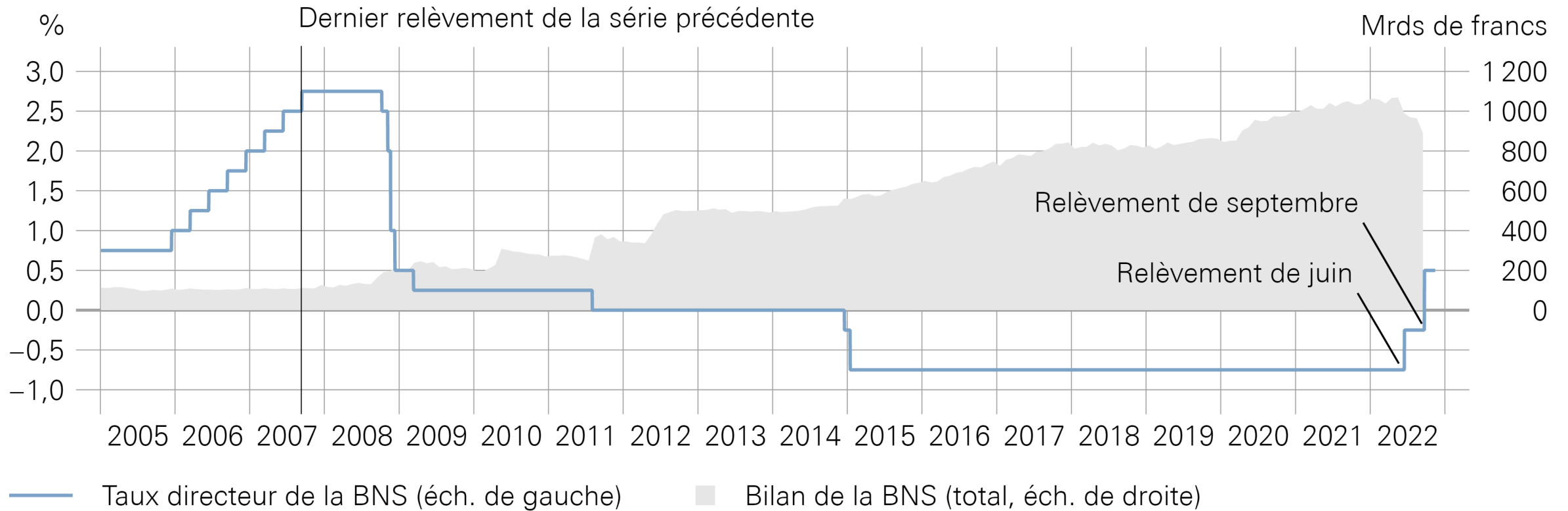
Variation par rapport à l'année précédente



Source: Refinitiv Datastream.

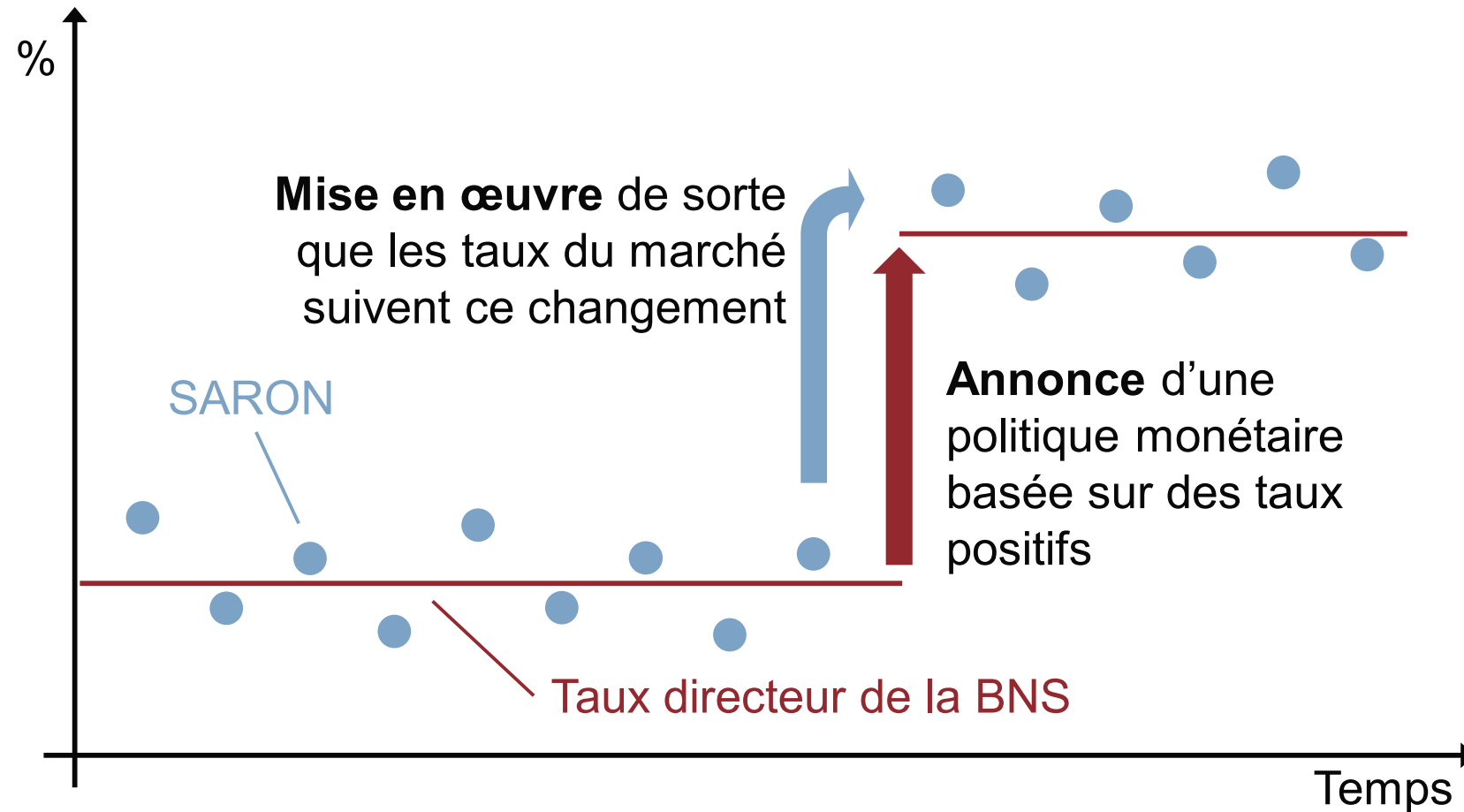
Le taux directeur de la BNS est de nouveau positif

TAUX DIRECTEUR ET BILAN DE LA BNS



Source: BNS.

Annoncer un changement de taux directeur n'entraîne pas automatiquement de hausse des taux du marché



La BNS a ajusté son approche de mise en œuvre

Objectif

- ❖ Maintenir les taux d'intérêt à court terme du marché monétaire gagé en francs proches du taux directeur de la BNS

Approche

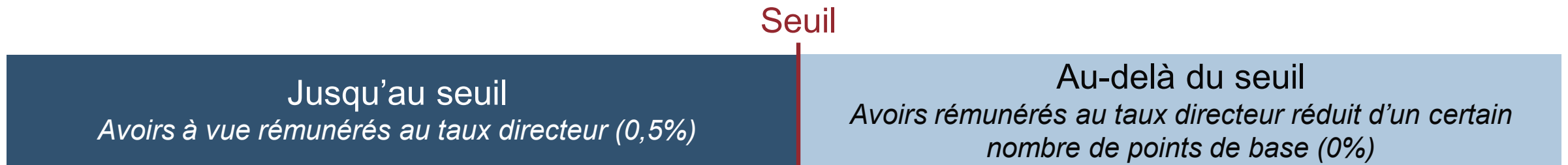
- ❖ Appliquer un système à deux paliers pour la rémunération des avoirs à vue
- ❖ Diminuer les avoirs à vue

Contexte

- ❖ Volume élevé d'avoirs à vue
- ❖ SARON nouveau taux de référence pour le franc

Le système à deux paliers détermine la rémunération des avoirs à vue...

Banques dont les avoirs à vue excèdent leur seuil de rémunération

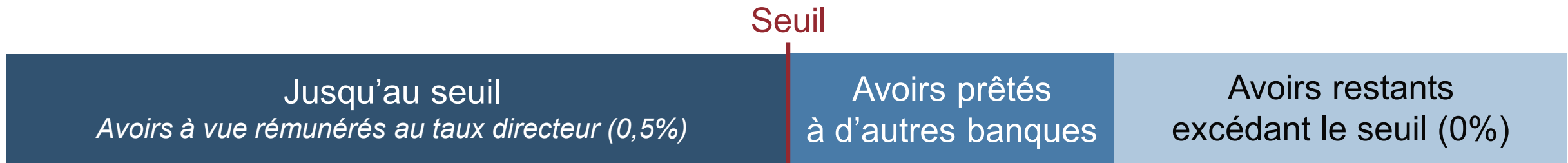


Banques dont les avoirs à vue sont inférieurs à leur seuil



... et il incite les banques à conclure des opérations portant sur leurs avoirs à vue

Banques dont les avoirs à vue excèdent leur seuil de rémunération

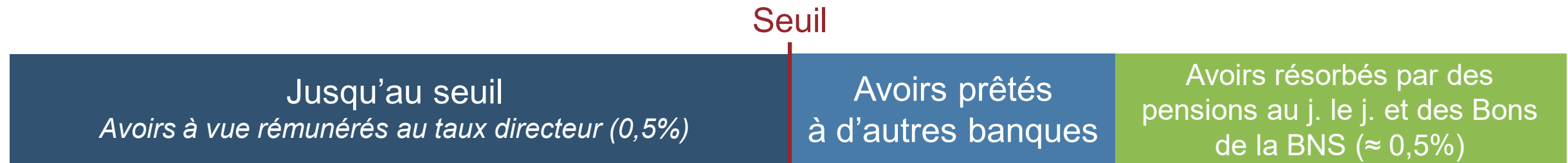


Banques dont les avoirs à vue sont inférieurs à leur seuil



La réduction des avoirs à vue a également pour effet de diminuer le montant excédant le seuil

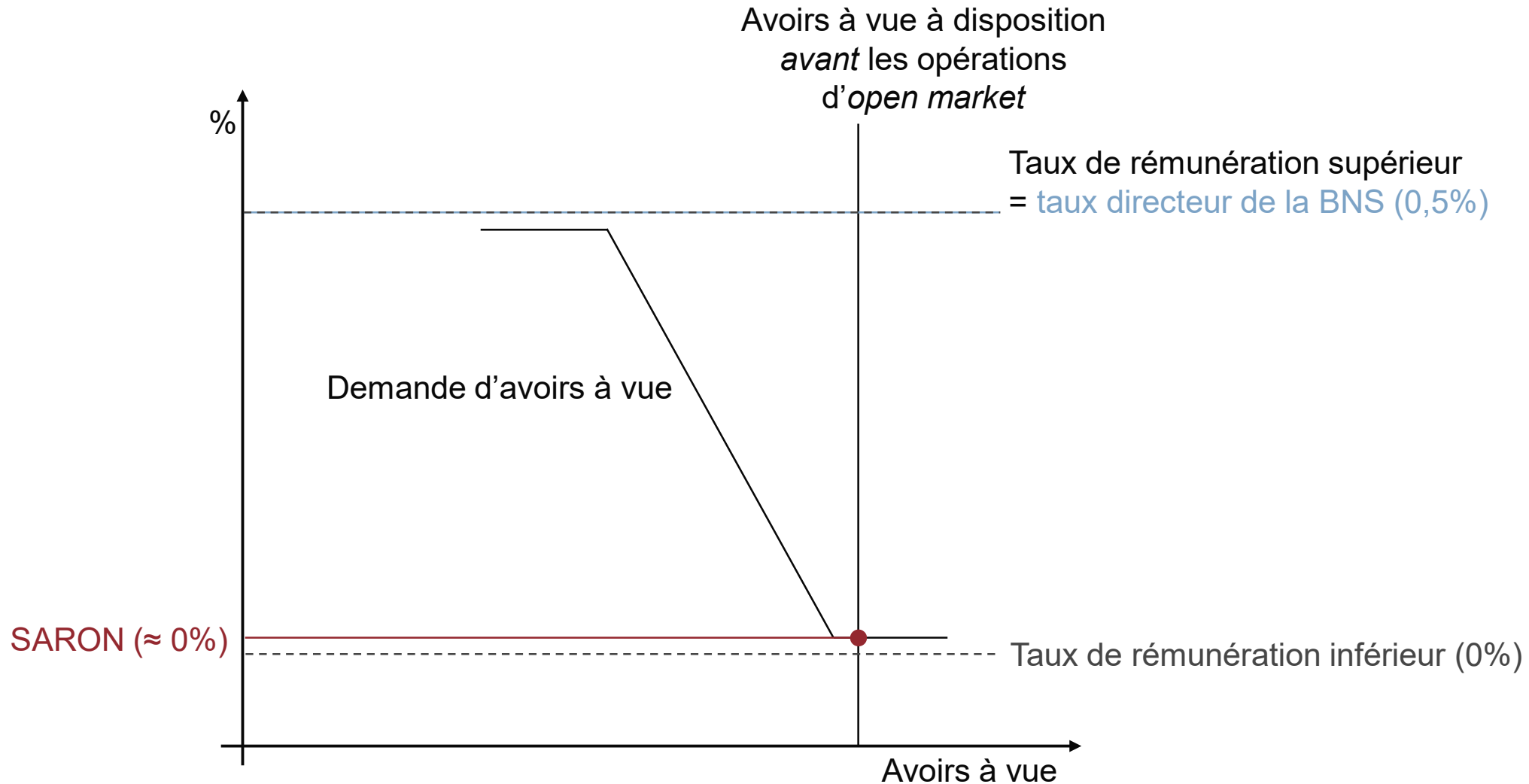
Banques dont les avoirs à vue excèdent leur seuil de rémunération



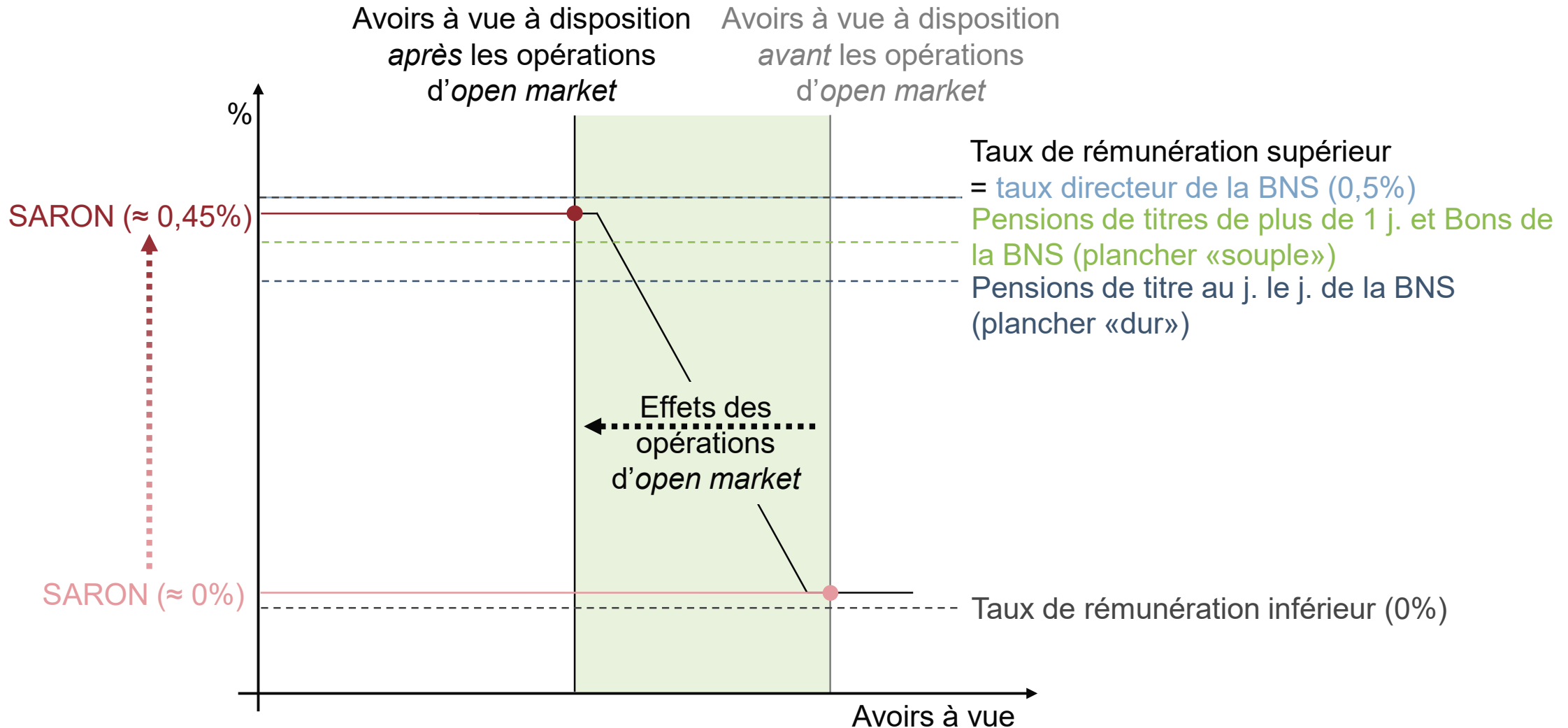
Banques dont les avoirs à vue sont inférieurs à leur seuil



Un système à deux paliers crée un corridor de taux d'intérêt pour le SARON

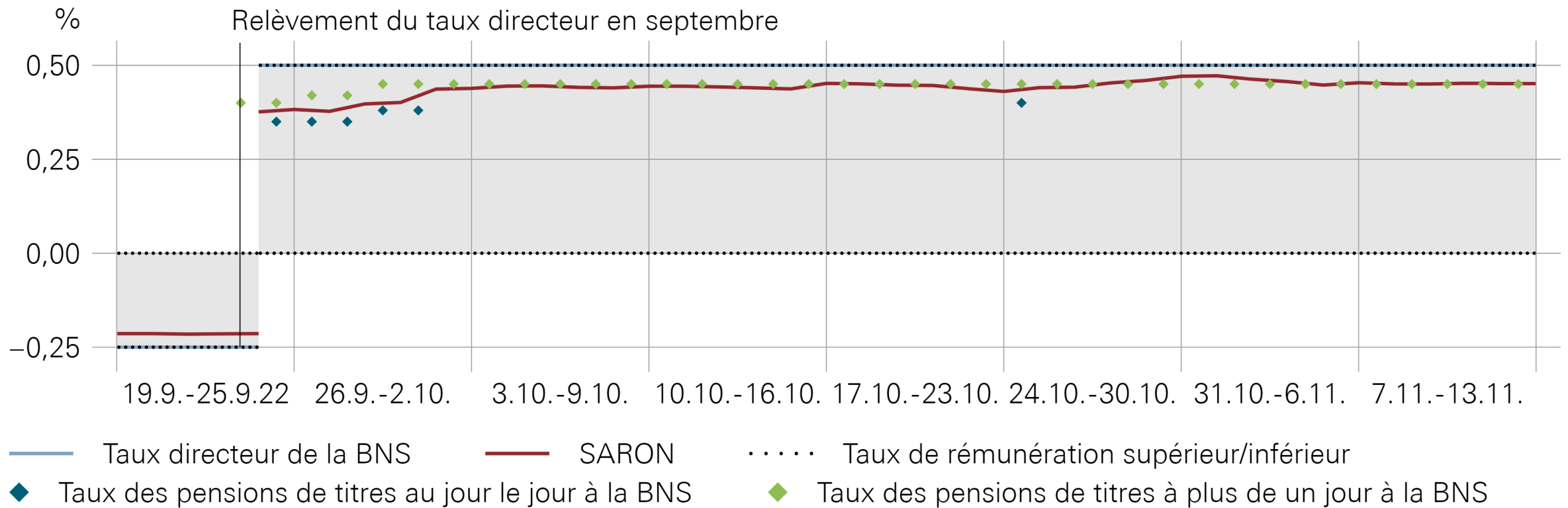


La réduction des avoirs à vue par les opérations d'*open market* permet d'amener le SARON à un niveau proche du taux directeur



Le SARON s'est rapidement ajusté au taux directeur positif de la BNS et il est depuis resté légèrement inférieur à 0,5%, donc proche du taux directeur

TAUX DE LA BNS ET SARON

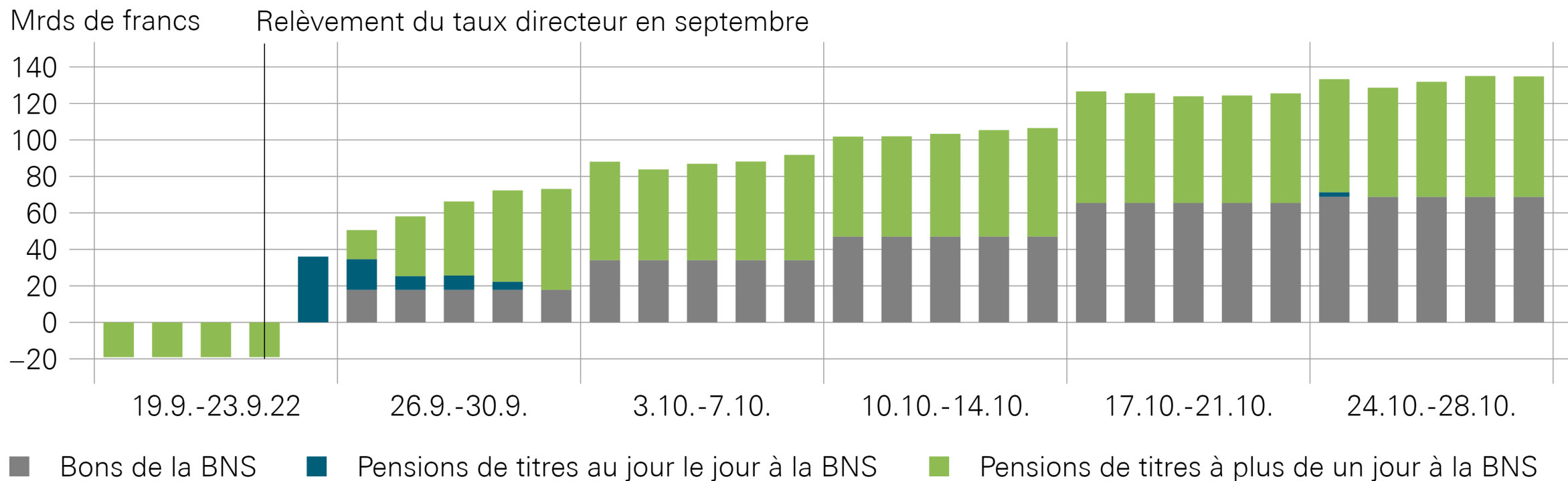


Sources: Bloomberg et BNS.

La forte croissance des opérations d'*open market* de la BNS a résorbé une grande partie des avoirs à vue

RÉSORPTION DES AVOIRS À VUE À LA BNS

Encours des pensions de titres et des Bons de la BNS

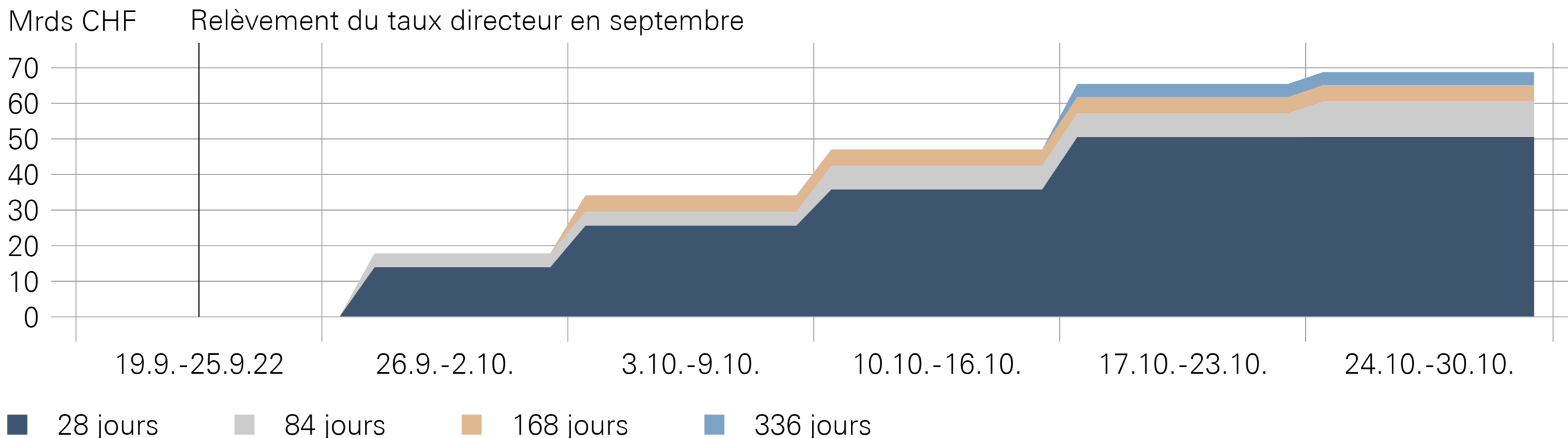


Source: BNS.

La plupart des Bons de la BNS émis jusqu'ici ont l'échéance la plus courte

ENCOURS DES BONS DE LA BNS

Regroupés par échéance



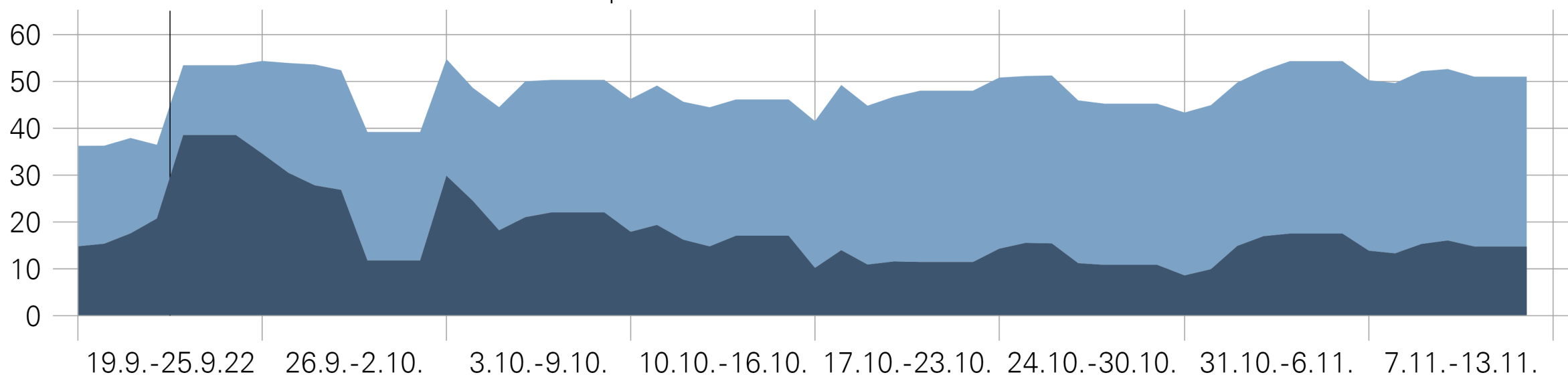
Note: l'échéance de certaines émissions peut s'écarter de l'échéance standard (28, 84, 168 ou 336 jours).

Source: BNS.

L'activité interbancaire est restée soutenue depuis le relèvement du taux directeur

ENCOURS DES PENSIONS DE TITRES INTERBANCAIRES

Mrds CHF Relèvement du taux directeur en septembre



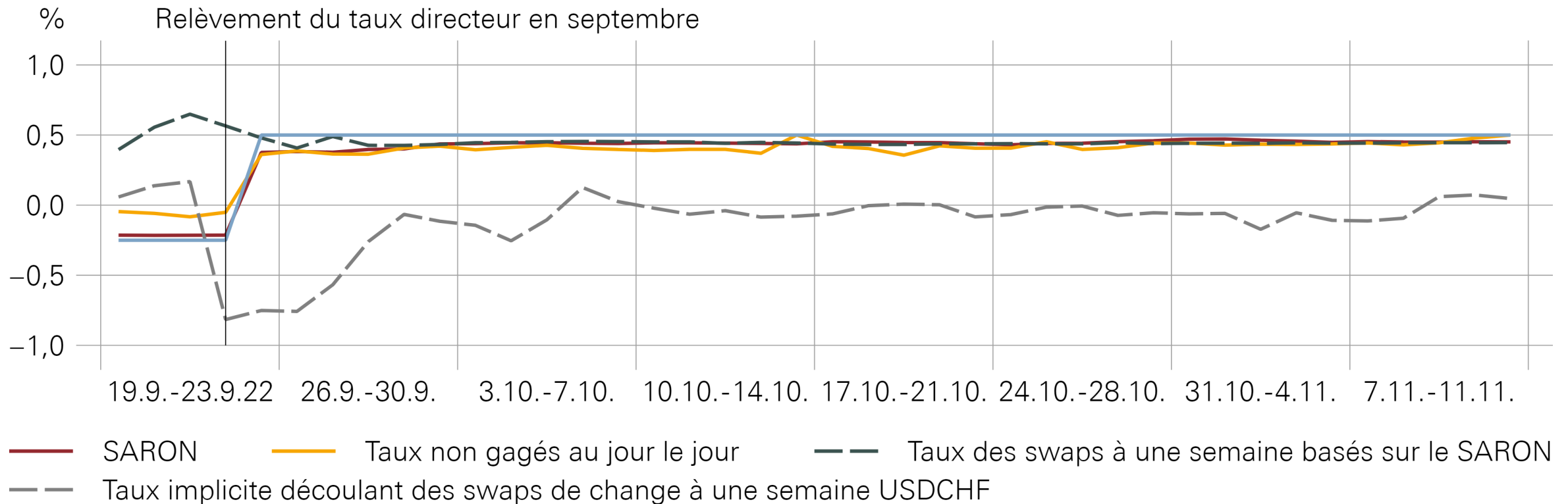
■ Pensions de titres au jour le jour et autres pensions de titres à un jour ■ Pensions de titres à plus de un jour

Note: ne sont prises en compte que les pensions de titres contre francs utilisant le panier principal et les sous-paniers de titres éligibles à la BNS.

Source: SIX Repo SA.

Transmission quasi complète du changement de taux directeur aux autres taux du marché monétaire, avec un retard pour les taux implicites des swaps de change

TAUX DU MARCHÉ MONÉTAIRE EN FRANCS



Sources: Bloomberg, BNS, Gottex Brokers (anciennement Cosmorex) et Instimatch.

Merci de votre attention

© Banque nationale suisse

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

