

La gestion des placements de devises par la Banque nationale

Thomas Stucki, Direction placements de devises,
Banque nationale suisse

Les placements de devises forment, avec l'encaisse-or et les créances sur les débiteurs suisses (titres et créances résultant de pensions de titres), la majeure partie des actifs de la Banque nationale suisse (BNS). Ils font partie intégrante du patrimoine national de la Suisse et remplissent d'importantes fonctions sur le plan monétaire. En outre, ils génèrent l'essentiel des produits de la BNS.

Les placements de devises peuvent être subdivisés en placements couverts et non couverts contre le risque de change. Les premiers sont issus des swaps dollars contre francs et euros contre francs, conclus par la BNS pour approvisionner l'économie en monnaie centrale. Les seconds permettent à la BNS, en cas de faiblesse du franc, d'intervenir sur les marchés des changes. A fin mars 2000, les placements de devises s'élevaient à 46,6 milliards de francs. Comme la BNS n'avait pas de swaps de devises en cours, ils n'étaient pas couverts contre le risque de change.

Les placements de devises de la BNS sont régis par l'article 14, alinéa 3, de la loi sur la Banque nationale (LBN), loi qui a été révisée en 1997 pour la dernière fois. Cette disposition autorise la Banque nationale à effectuer les opérations suivantes:

- «Achat et vente (au comptant ou à terme) ainsi que prise et mise en pension d'effets de change et de chèques sur l'étranger portant au moins deux signatures qui offrent chacune toute garantie de solvabilité, à six mois d'échéance au plus,

- d'obligations facilement négociables d'Etats étrangers, d'organisations internationales ou de banques étrangères,

- d'autres avoirs sur l'étranger, à douze mois d'échéance au plus, de produits dérivés (options, futures, forward rate agreements), en tant qu'ils sont utilisés pour la gestion des risques de marché inhérents aux créances détenues sur l'étranger».

Ainsi, pour l'essentiel, la BNS peut acheter et vendre des obligations d'Etats étrangers et des obligations d'organisations internationales et de banques. En outre, elle peut recourir, sur le marché monétaire, à des dépôts à terme, papiers monétaires (certificats de dépôt notamment) et opérations de pensions de titres avec des banques et courtiers étrangers ainsi qu'à des futures, options et swaps afin de maîtriser les risques de marché.

La révision du 1^{er} novembre 1997 de la LBN a nettement amélioré les possibilités de l'institut d'émission de passer des opérations et, surtout,

d'effectuer des placements. Premièrement, la durée maximale de douze mois pour les placements en papiers-valeurs étrangers a été abrogée. La Banque nationale peut donc maintenant détenir des obligations indépendamment de leur durée. Deuxièmement, la révision de la loi permet d'utiliser des produits dérivés et, partant, de gérer efficacement et à des conditions avantageuses les risques de taux d'intérêt. Ainsi, la duration (durée moyenne d'immobilisation des capitaux) d'un portefeuille peut être modifiée par le recours à des futures sur taux d'intérêt avec des coûts de transactions plus faibles que par l'achat ou la vente d'obligations sur le marché au comptant. Troisièmement, la BNS a acquis la possibilité de gérer ses réserves d'or, grâce à la réduction de 40 à 25% de son taux de couverture-or et à l'autorisation de passer des opérations de prêts d'or.

L'abrogation de la limitation de la durée résiduelle permet à la Banque nationale de tenir compte des connaissances de la gestion moderne de portefeuille et de placer ses réserves de devises de façon plus rentable à long terme sans courir, dans l'ensemble, de plus grands risques qu'auparavant. La limitation de la durée l'empêchait de procéder à une diversification judicieuse des devises dans son portefeuille. L'amélioration de cette diversification a même tendanciellement réduit le risque global de portefeuille. La réduction du risque de change est supérieure à l'augmentation du risque de taux d'intérêt qu'entraîne la prolongation de la durée des obligations. Pour la BNS, les possibilités de rendement se trouvent accrues en raison des produits plus élevés en moyenne sur les obligations à long terme. Après déduction des produits nécessaires à la dotation adéquate des réserves de devises, des montants supérieurs à ceux du passé peuvent être affectés, à moyen et long termes, à la distribution de bénéfices à la Confédération et aux cantons. Il va de soi que les placements de la BNS continuent à être soumis aux exigences de la politique monétaire de l'institut d'émission. Ils se concentrent donc sur des investissements très liquides et impliquant un risque de crédit supportable.

Dans le présent article, nous aborderons le processus de placement de la BNS et sa mise en œuvre dans la gestion des réserves de devises. Ce faisant, nous examinerons surtout l'évolution depuis la révision de 1997 de la loi et présenterons la situation actuelle du portefeuille et des instruments de placement utilisés. Nous concluons par des remarques sur la performance réalisée et sur le recours à des gérants externes de patrimoine.

1 Placements de devises selon la monnaie

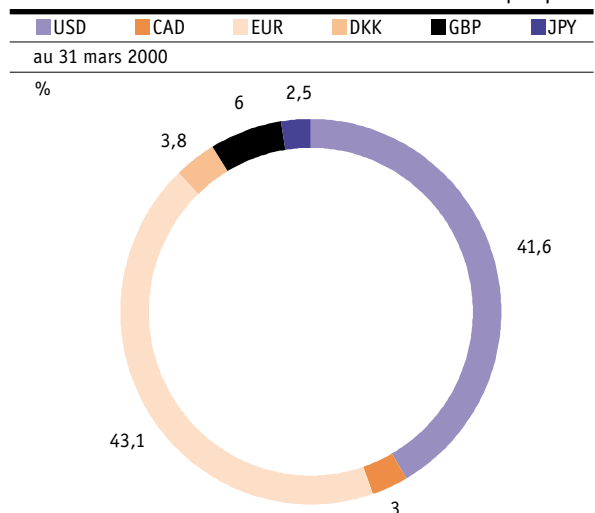
Selon le graphique 1, le dollar des Etats-Unis et l'euro sont les deux principales monnaies de placement, ce qui s'explique par l'importance de ces monnaies sur le plan international en tant qu'instruments de réserve. De plus, celles-ci disposent d'un marché des capitaux qui permet à la BNS d'effectuer des placements assez liquides pour atteindre une taille conforme à une gestion de portefeuille efficace. A fin mars 2000, la part des placements en dollars des Etats-Unis et en euros atteignait 84,7% de l'ensemble des placements. Les autres placements sont libellés en dollars canadiens, en livres sterling, en couronnes danoises et en yens.

Depuis l'entrée en vigueur de la LBN révisée, la répartition selon la monnaie des placements de devises non couverts contre le risque de change s'est modifiée considérablement. Auparavant, la Banque nationale était tenue, son champ de placements étant limité à une durée résiduelle inférieure à un an, de conserver près de 80% de son portefeuille en dollars des Etats-Unis. Le marché américain, notamment celui des bons du Trésor («Treasury Bills»), était en effet le seul marché monétaire assez liquide pour vendre rapidement un volume important de titres, sans subir de pertes de cours. Les seules monnaies qui entraient en ligne de compte pour une diversification étaient le mark allemand et le yen japonais, car aucune possibilité de placement assez liquide pour les besoins de la Banque nationale n'existait en

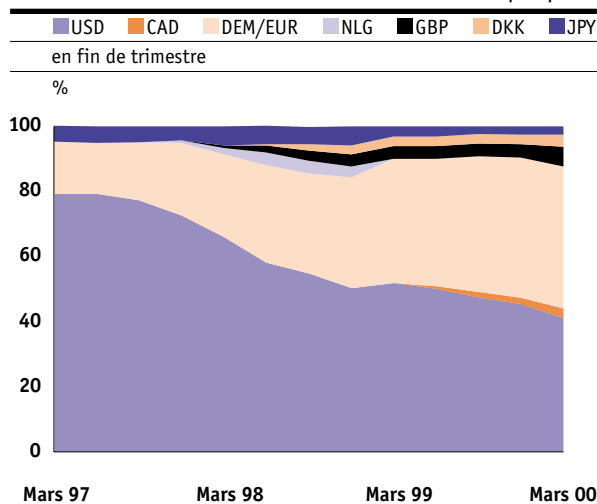
d'autres monnaies. Comme les emprunts d'Etat allemands d'une durée limitée ne permettaient pas de placements importants, la BNS n'a pu profiter dans la mesure souhaitable du faible risque de change du mark par rapport à celui du dollar des Etats-Unis. En outre, il n'était pratiquement pas possible de prendre des risques de taux d'intérêt en raison de la courte durée des placements. Ainsi, les risques de change constituaient 99% des risques de portefeuille.

L'élargissement des possibilités légales de placement à des obligations d'une durée résiduelle plus longue a ouvert l'accès à de nouveaux marchés et à une meilleure diversification des monnaies. La BNS s'est efforcée de restreindre rapidement le risque de change en réduisant la part du dollar en faveur de celle du mark et, dans une moindre mesure, du florin.¹ La diversification du risque de change a été encore améliorée par l'adjonction de placements en livres sterling, en couronnes danoises et en dollars canadiens. Au premier trimestre 2000, l'euro a remplacé le dollar des Etats-Unis comme principale monnaie pour les placements non couverts contre les risques de change.

Répartition selon la monnaie des placements de devises Graphique 1



Evolution de la répartition selon la monnaie Graphique 2



1 A la suite du lancement de l'euro le 1^{er} janvier 1999, les placements en marks allemands et en florins néerlandais ont été transformés en placements en euros.

2 Instruments de placement

A la suite de la révision de 1997 de la loi, la gamme des instruments de placement autorisés s'est sensiblement élargie. La liquidité du marché continue d'être un critère essentiel pour le choix de l'instrument adéquat. Elle n'est cependant plus définie, au sens comptable, comme une durée d'instrument inférieure à un an. Le marché est plutôt considéré comme liquide lorsque de grandes quantités de l'instrument en question peuvent y être achetées ou vendues sans que les prix en soient fortement affectés.

La plus grande partie de nos réserves de devises seront encore placées en emprunts d'Etat, puisque ceux-ci sont les plus liquides. Pour administrer efficacement leurs portefeuilles, les gérants doivent pouvoir traiter des volumes importants. Dans le cas contraire, un grand nombre de petites positions renchérrait les transactions et la gestion.

Dans la zone euro, l'univers des placements comprend les emprunts de tous les Etats membres de l'Union monétaire, l'Allemagne, la France et l'Espagne étant les plus importants. Les titres de l'Etat italien seraient judicieux sur le plan de la liquidité, mais la BNS ne s'y intéresse pas pour des raisons fiscales.²

Outre les titres d'Etat, les emprunts des sociétés mixtes (Agencies) américaines et les lettres de gage allemandes jouent le rôle le plus important. Les sociétés mixtes, notamment Fannie Mae (FNMA) et Freddie Mac (FHLMC), sont des institutions fondées par le gouvernement fédéral américain, mais juridiquement indépendantes et aux mains d'actionnaires privés. Elles disposent d'une base juridique spéciale et entretiennent des relations étroites avec le gouvernement, relations que le marché considère comme une garantie implicite de l'Etat américain.³ Aux Etats-Unis, les sociétés mixtes facilitent l'accès à la propriété du logement en achetant les hypothèques octroyées par les banques et en reprenant ainsi le risque de crédit du créancier hypothécaire. Elles se financent sur le marché des capitaux conformément à un calendrier bien précis, en émettant des emprunts volumineux et, partant, fort liquides.

Les gros emprunts sous forme de lettres de gage peuvent être considérés comme l'équivalent européen des emprunts de sociétés mixtes des Etats-Unis. Il s'agit d'émissions dont la taille atteint au moins 500 millions d'euros et qui sont lancées par des banques hypothécaires allemandes, françaises ou espagnoles, afin de financer leurs octrois de crédits. Actuellement, la BNS se limite aux emprunts alle-

mands, qui sont les plus liquides. La notation des lettres de gage est presque toujours AAA, les placements étant soumis au droit allemand des lettres de gage. Le marché des gros emprunts sous forme de lettres de gage s'est accru constamment ces dernières années, et ces emprunts constituent actuellement une part importante de notre portefeuille en euros.

En revanche, les euro-obligations ne jouent qu'un rôle mineur. Si leur rémunération est plus élevée que celle des emprunts d'Etat, cet avantage se paie par une moins bonne liquidité du marché. Les positions d'euro-obligations détenues par la BNS sont donc beaucoup plus modestes que celles d'emprunts d'Etat.

Sur le marché monétaire, les positions de la BNS les plus importantes sont les dépôts à terme fixe dans les banques et les pensions de titres. Une pension de titres consiste à acheter des papiers-valeurs et à les revendre simultanément à terme. Cette opération correspond à un crédit octroyé à une contrepartie à laquelle la BNS demande des titres d'Etat en garantie. Le risque de crédit est beaucoup plus faible que dans un crédit non gagé, revêtant la forme d'un dépôt à terme fixe. Les pensions de titres donnent également la possibilité au gérant de portefeuille d'obtenir des crédits à un taux très avantageux en mettant en nantissement des papiers-valeurs recherchés sur le marché, de placer ces fonds à un taux supérieur et de réaliser ainsi un gain d'arbitrage. Le gérant ne peut effectuer des dépôts à terme fixe que dans des banques étrangères et à la Banque des règlements internationaux (BRI); la BNS n'est pas autorisée de par la loi à procéder à des placements non gagés dans des banques suisses. Par ailleurs, elle détient comme autres placements à court terme des papiers monétaires négociables offerts par la BRI aux banques centrales.

² La Banque nationale ne peut se faire rembourser l'impôt à la source, déduit du revenu.

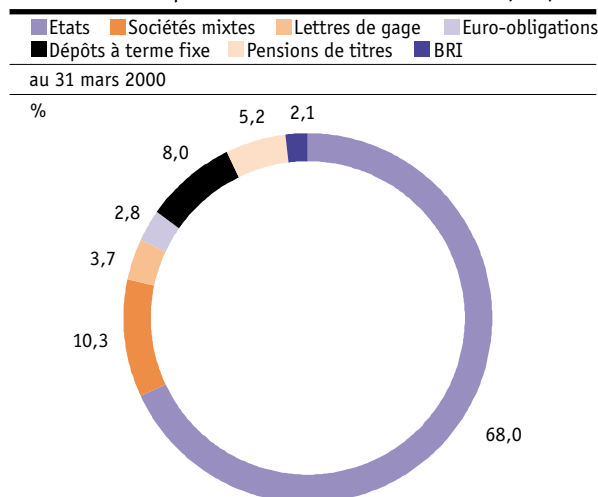
³ La garantie implicite de l'Etat aux sociétés mixtes est actuellement critiquée, car elle réduit les frais de refinancement de celles-ci et leur procure donc un avantage concurrentiel.

Pour maîtriser les risques de marché, la BNS recourt à des futures et à des swaps sur taux d'intérêt. Ces instruments permettent au gérant de portefeuille de modifier efficacement et à des conditions avantageuses la durée de ses portefeuilles. La durée est la durée moyenne d'immobilisation des capitaux; elle indique dans quelle mesure la valeur du portefeuille est modifiée à la suite d'une variation du niveau des taux. Plus longue est la durée, plus grand est le changement de valeur lors d'une modification de taux. Un future sur taux d'intérêt est une opération standardisée à terme portant sur l'achat ou la vente d'obligations à une date fixée. Lors d'un swap de taux d'intérêt, deux flux de paiements sont échangés. La BNS reçoit par exemple un taux d'intérêt fixe et paie un taux variable, habituellement le Libor à six mois. L'échange concerne uniquement les taux d'intérêt appliqués à une valeur nominale déterminée, et non la valeur nominale elle-même. Cette transaction permet de prolonger la durée du portefeuille. Alors que les futures sont échangés sur des marchés organisés, les swaps de taux d'intérêt sont traités de gré à gré. Le risque de crédit de la BNS porte sur la valeur nette de tous les flux de paiement futurs.⁴

3 Le processus de décisions en matière de placement

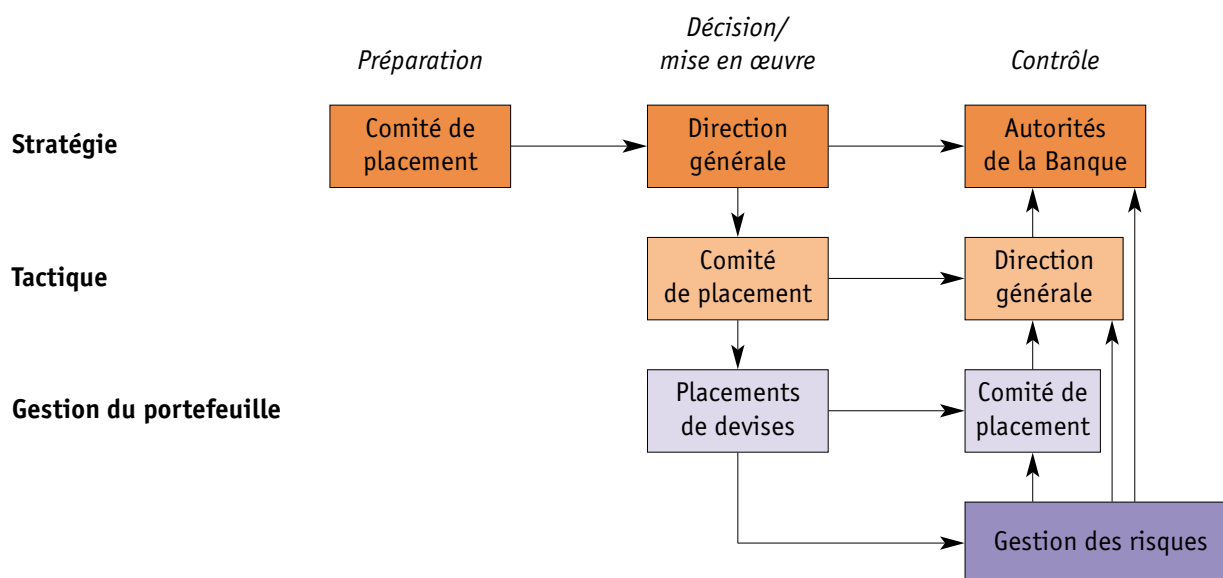
En matière de placements, la BNS applique le schéma à trois échelons, très répandu chez les investisseurs institutionnels, qui distingue la stratégie, la tactique et la mise en œuvre au niveau de la gestion de portefeuille. Les décideurs sont la Direction générale sur le plan stratégique, le Comité de placement sur le plan tactique et la Direction des placements de devises sur le plan de la gestion de portefeuille. A chaque échelon, le succès d'un placement est mesuré à l'aune d'indices représentatifs. Elément central, le Comité de placement guide et coordonne tout le processus. La gestion des risques et les rapports y afférents, qui sont adressés aux autorités de la Banque, constituent aussi une partie importante de l'organisation des placements.

Instruments de placement Graphique 3



4 Dans le négoce de futures à des bourses organisées, un «Clearing House» reprend le risque de crédit des contreparties. Ainsi, en ce qui concerne le risque de crédit, il n'importe pas de savoir avec quelle contrepartie le future a été conclu. Il en va

autrement pour les swaps de taux d'intérêt, car l'engagement de paiement de la contrepartie demeure valable jusqu'au dénouement du swap.



Organisation en matière de placement

3.1 Stratégie

Au niveau stratégique, la Direction générale détermine chaque année le cadre de la politique de placement, qui comprend surtout la sélection des monnaies de placement et leur pondération dans un portefeuille-cible. Ce portefeuille est déterminé sur la base des propriétés en matière de rendement et de risque des différentes possibilités de placement, l'analyse incluant aussi l'encaisse-or, les actifs en francs suisses et les placements couverts contre les risques de change, qui résultent de swaps destinés à la régulation des liquidités en Suisse. De plus, les restrictions de la politique de la banque centrale constituent un facteur essentiel dans la détermination du portefeuille-cible. Les parts que doivent atteindre au moins le dollar des Etats-Unis et l'euro seront donc fixées à un niveau relativement élevé pour disposer, le cas échéant, d'assez de moyens sous forme de réserves monétaires courantes. Par ailleurs, on recourra à des possibilités supplémentaires de diversification. La Direction générale fixera une marge de manœuvre à l'intérieur de laquelle le Comité de placement déterminera la part de chaque monnaie de placement dans le portefeuille.

De plus, elle fixera également une marge pour la durée résiduelle moyenne des placements. Actuellement, la durée du portefeuille est de près de trois ans.⁵

Bien que la répartition des monnaies puisse se modifier au fil du temps selon la politique de placement, la BNS ne spéculé pas à court terme sur les cours de change. Des arbitrages de change à court terme pourraient entrer en conflit avec la politique ou les intérêts d'autres banques centrales. Afin d'assurer de bonnes relations entre banques centrales, il convient d'éviter de tels conflits.

⁵ Une durée de trois ans signifie que la valeur du portefeuille diminue d'environ 0,3% si le niveau général des taux d'intérêt monte de 0,1%. Si ce niveau baisse de 0,1%, la valeur du portefeuille augmentera de quelque 0,3%.

3.2 Tactique

Le Comité de placement est le centre de coordination en matière de placement. Il est composé du chef du 3^e département de la BNS, du chef de la Division des opérations monétaires ainsi que de représentants de la Direction des placements de devises, de la Direction de la gestion des risques et de la Direction des études économiques.

La répartition des monnaies et la durée-cible des portefeuilles seront définitivement déterminées à l'échelon tactique. Les gérants de portefeuilles ne disposent plus d'aucune latitude au niveau des monnaies. Ils gèrent une masse de dollars des Etats-Unis, d'euros ou d'autres monnaies qui leur est attribuée. Pour les divers portefeuilles, le Comité de placement fixe les directives de placement et les références. Il y a un portefeuille distinct par monnaie de placement. Par ailleurs, le choix des instruments de placement que la BNS utilisera dans le cadre de ses possibilités légales dépend du Comité de placement.

3.3 Gestion de portefeuille

A la direction des placements de devises, les gérants de portefeuille prennent leurs décisions en tenant compte de leur référence et des directives de placement qui leur ont été données. Ce faisant, ils visent un rendement supérieur à la référence, la performance devant être jugée en fonction du risque couru. La référence est la moyenne pondérée de divers indices obligataires. Dans le cadre des directives de placement, le gérant est libre de prendre ses décisions. Les directives fixent une marge à la durée, limitant ainsi le risque de taux d'intérêt que le gérant peut courir. Par ailleurs, ce dernier peut courir des risques déterminés de crédit et de liquidité afin de «battre» sa référence.

3.4 Gestion des risques

Du fait de l'importance des montants placés, les exigences en matière de contrôle des risques et de rapports sur les risques sont élevées. Un Comité sur les risques, composé de représentants des trois départements, est chargé à l'échelle de la Banque de l'attribution des limites de risques et du contrôle des risques. La Direction de la gestion des risques définit les principes de la politique menée en matière de risques et surveille les opérations de placement,

notamment en ce qui concerne les risques de marché et de crédit. Elle communique les résultats de son activité directement aux services concernés et aux organes de surveillance de la BNS. En outre, la Direction de la gestion des risques renseigne périodiquement la délégation du Comité de banque chargée du contrôle des risques, qui, sur ordre des autorités de la Banque, exerce la haute surveillance sur les activités de placement de la BNS. Cet accès direct aux autorités de la Banque est d'une grande importance pour l'efficacité de l'organisation du contrôle.

4 La performance des placements de devises

Les performances que les fondations et fonds de placement suisses ont réalisées dans la catégorie «Obligations étrangères» permettent à la BNS de comparer le résultat de ses placements à celui de produits commerciaux. A ce propos, il convient de ne pas perdre de vue que les dispositions légales et la primauté de la politique monétaire limitent la marge de manœuvre de la Banque nationale et ont tendance à peser sur sa performance. En revanche, les frais de la BNS par rapport au volume géré sont nettement plus faibles que ceux des fonds et des fondations.⁶

En 1999, le résultat des placements de la BNS a été satisfaisant. Il a dépassé celui des produits commerciaux, ce qui s'explique surtout par la plus forte part relative des dollars des Etats-Unis. Si la performance de la BNS est inférieure à celle de l'indice des obligations JP Morgan Global, il faut l'attribuer à la sous-pondération massive du yen dans les placements de la BNS par rapport à la capitalisation boursière de celui-ci et à sa place dans l'indice mondial.

En 1998, la part du dollar, qui était encore très élevée à cette époque, a pesé sur les résultats de la BNS. Les rendements cumulés des années 1998 et 1999 montrent toutefois que des revenus suffisants ont été obtenus des fonds gérés par la BNS.

De 1998 à 1999, la volatilité du portefeuille de la BNS a fléchi sensiblement, ce qui reflète une nouvelle réduction du risque de change à la suite de la transformation de placements en dollars en placements en d'autres monnaies. Compte tenu des risques, l'année 1999 a été un succès pour les placements de la BNS. Le rendement supérieur de l'indice JP Morgan par rapport au portefeuille de la BNS était lié à des risques accrus, ce qui s'explique par la part plus élevée du yen.

⁶ Watson Wyatt SA calcule les performances des fondations et fonds de placement et les publie chaque semestre dans la revue «Schweizer Personalvorsorge».

	1998		1999		Moyenne 98/99	
	Rendement	Volatilité	Rendement	Volatilité	Rendement	Volatilité
Placements de devises de la BNS	5,9%	7,4%	9,7%	6,5%	7,8%	7,0%
Fondations de placement Obligations étrangères (moyenne de 10 resp. 12 fondations)	8,1%	5,8%	6,3%	6,1%	7,2%	6,0%
Fonds de placement Obligations étrangères (moyenne de 76 resp. 86 fonds)	6,4%	5,6%	5,2%	6,2%	5,8%	5,9%
JP Morgan Global GBI	8,4%	7,4%	9,9%	8,3%	9,1%	7,8%

5 Le recours à des gérants externes de patrimoine

Pour le placement des réserves de devises, le recours à des gérants externes permet d'atteindre plusieurs objectifs. D'une part, l'activité de ceux-ci peut être comparée à celle des collaborateurs de la BNS. D'autre part, des segments spéciaux de placement peuvent être ainsi couverts, segments que la BNS ne veut ou ne peut gérer elle-même. Un autre objectif vise à accroître le produit des placements par une gestion active du portefeuille sur le plan des monnaies.

Depuis un certain temps, un gérant externe s'occupe d'une part du portefeuille en dollars des Etats-Unis de la BNS, conformément à des directives que celle-ci a fixées. En raison de la diversité des conditions, la performance de ce gérant ne peut cependant être directement comparée à celle des gérants internes. En effet, le portefeuille interne en dollars est beaucoup plus volumineux que le portefeuille externe, et les flux et reflux de fonds du portefeuille interne sont plus fréquents que ceux du portefeuille externe.

Cette situation a incité la BNS à revoir sa conception du recours à des gérants externes. Ceux-ci doivent surtout couvrir des domaines que la Banque nationale ne peut pas gérer elle-même. Il s'agit d'obligations hypothécaires américaines et de portefeuilles d'obligations internationales avec une certaine marge de manœuvre dans la répartition des monnaies au niveau de la gestion de portefeuille. Dans ces segments, la BNS a donné plusieurs mandats à des gérants externes avec des directives de placement identiques, ce qui permet de comparer directement leur performance. De surcroît, la BNS profite, en élargissant les placements effectués, d'une diversification accrue qui réduit encore le risque global des placements de devises.

6 Conclusion

Grâce à la révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale, la BNS peut gérer ses réserves de devises plus efficacement qu'auparavant. Ainsi, le rendement devrait être supérieur et plus stable à long terme. Cette amélioration peut cependant être réalisée sans mettre en péril la mission de la politique économique de la banque centrale.