

Embargo: 8 novembre 2012, 18 h 00

Les défis de la croissance des réserves de devises de la BNS

Fritz Zurbrügg*

Membre de la Direction générale

Banque nationale suisse

Apéritif Marché monétaire

Genève, 8 novembre 2012

* Je remercie vivement Pierre Monnin pour son soutien dans la préparation de ce discours. Je suis également reconnaissant à Erich Gmür, Marco Huwiler, Peter Kuster et Sandro Streit pour leurs commentaires judicieux.

Mesdames, Messieurs,

C'est avec plaisir que je vous accueille aujourd'hui à notre traditionnel apéritif «Marché monétaire» qui se tient à Genève tous les ans (Transparent 1). Cette manifestation est particulièrement importante pour moi, car c'est la première fois que j'ai l'occasion de vous rencontrer dans ce cadre.

Depuis notre dernier apéritif «Marché monétaire», qui s'est déroulé ici même en novembre dernier, la situation des marchés financiers est restée un sujet d'inquiétude pour la Banque nationale suisse (BNS). Pour ne mentionner que quelques éléments importants: les marchés financiers sont demeurés incertains, les perspectives économiques globales se sont sensiblement détériorées et la situation sur les marchés obligataires des Etats européens périphériques est restée grevée d'incertitude.

Dans ce contexte, les banques centrales ont pris un certain nombre de mesures en vue de répondre aux défis auxquels elles devaient faire face. Ces mesures se sont traduites par une forte augmentation de leurs bilans. En Suisse, la BNS a vu ses réserves de devises s'accroître considérablement. La gestion de ces réserves représente actuellement un défi de taille, qui suscite un très vif intérêt de la part des médias et des observateurs de la BNS.

Je vais aujourd'hui me concentrer sur ce défi et analyser le contexte entourant la gestion des réserves de devises de la BNS. Bien que plusieurs problèmes soient communs à la BNS et à d'autres grands investisseurs, une banque centrale possède ses particularités sur lesquelles je reviendrai plus loin.

Mon exposé sera structuré comme suit: en premier lieu, je présenterai brièvement les récents développements en matière de réserves de devises de la BNS. Puis, dans une deuxième étape, j'exposerai les principes qui nous guident dans la gestion de ces devises. Enfin, je commenterai l'allocation actuelle des réserves en me basant sur les résultats du troisième trimestre 2012 qui viennent d'être publiés. Pour conclure, j'expliquerai quels sont les principaux défis qui attendent la BNS en matière de gestion des réserves de devises.

Croissance substantielle des réserves de devises depuis le début de la crise

Une première grande constatation est que le bilan de la BNS a crû fortement depuis le début de la crise (Transparent 2). Il est actuellement environ quatre fois supérieur à son niveau d'avant la crise et atteint près de 500 milliards de francs, avec des réserves de devises s'inscrivant à 70% du PIB. Cette forte expansion de la somme du bilan n'est pas un cas unique; le bilan des autres banques centrales a lui aussi augmenté sensiblement.

La BNS se distingue toutefois des autres banques centrales par la croissance très rapide de ses réserves de devises (Transparent 3). Il est important de préciser que cette croissance est le résultat direct de la politique monétaire de la BNS et non d'un choix en matière d'investissement. Cette augmentation est le reflet de la politique mise en place par la BNS pour lutter contre l'appréciation rapide et excessive du franc suisse. Plusieurs mesures ont été prises en 2009 et en 2010 pour contrer cette appréciation et elles ont laissé leur trace dans le bilan de la BNS. La mesure importante la plus récente, annoncée le 6 septembre 2011, a été la fixation d'un cours plancher de 1,20 franc pour un euro. Cette mesure exceptionnelle a pour but de lutter contre les risques de déflation qui menacent l'économie suisse. Nous sommes persuadés que cette politique est efficace et allons la poursuivre avec toute la détermination requise.

Il faut également noter que le rôle même des réserves de devises s'est modifié dès le début de la crise financière. Jusqu'à 2008, ces réserves de devises avaient pour but de garantir que la BNS puisse mettre en œuvre sa politique monétaire de manière sûre et en tout temps. A cette époque, les interventions sur le marché des changes étaient presque inexistantes et la discussion se focalisait davantage sur la nécessité de détenir ou de ne pas détenir de telles réserves. Actuellement, vu le niveau des réserves de devises, cette question se pose moins. Par contre, la BNS a dû adapter sa politique de gestion des réserves de devises pour tenir compte des montants importants qui sont en jeu depuis 2008. Pour cela, elle a modifié ses directives en matière d'investissement, ce que j'aimerais vous décrire brièvement maintenant.

Les lignes directrices de la gestion des réserves de devises par la BNS

La gestion actuelle des réserves de devises est encadrée par la loi sur la Banque nationale (articles 5, 30, 42 et 46), et elle est concrètement définie dans les directives internes élaborées en 2004 et révisées en 2008.

Ces directives sont disponibles sur notre site Internet. Contrairement aux idées reçues, la BNS est aussi transparente que possible en ce qui concerne les lignes directrices de la gestion de ces devises. Ainsi, contrairement à d'autres banques centrales, elle publie trimestriellement la répartition des réserves de devises par monnaies et par catégories d'actifs.

Les principes de base de la gestion des réserves de devises sont très clairs. Permettez-moi de vous les décrire rapidement (Transparent 4).

Premier principe: **la primauté de la politique monétaire sur la gestion des réserves de devises.** Concrètement, l'évolution des réserves de devises est le résultat des décisions de politique monétaire. Leur montant est une donnée sur laquelle la politique de gestion des devises n'a aucune influence. Une fois ce cadre fixé, la gestion des réserves de devises est indépendante de la politique monétaire. La BNS doit toutefois veiller à ce que ses investissements ne génèrent pas de conflits d'intérêts avec les objectifs de la politique monétaire ni avec ceux de la politique de la BNS en matière de stabilité financière. Ainsi, par exemple, nous n'investissons pas dans les valeurs financières suisses pour éviter tout conflit entre la gestion des réserves de devises et le mandat de la BNS, qui consiste à contribuer à la stabilité financière en Suisse. De manière plus générale, la BNS n'investit pas dans des actions d'entreprises suisses.

Second principe: **les critères de la gestion des réserves de devises sont en premier lieu la sécurité des investissements et leur liquidité. Leur rendement entre également en ligne de compte.** La sécurité et la liquidité des actifs sont un critère fondamental car la BNS doit être en tout temps capable de mettre en œuvre sa politique monétaire et donc d'avoir un accès rapide à ses réserves de devises en cas de besoin. La nécessité de disposer d'actifs sûrs se traduit par le niveau élevé des placements en obligations d'Etat, et le besoin de

liquidité, par des placements dans les monnaies et les actifs les plus liquides dans le monde.

Enfin, troisième et dernier principe: **la BNS veille à ce que ses placements ne perturbent pas les marchés.** Nous sommes conscients que les montants importants que nous gérons pourraient avoir un impact significatif sur les prix des marchés. Pour éviter ce genre de problème, nous contrôlons les volumes que nous plaçons sur les marchés afin de ne pas les perturber de manière perceptible. Ainsi, les volumes importants à investir impliquent des phases de transition plus ou moins longues avant d'obtenir l'allocation désirée. Il nous faut parfois conserver des liquidités sur nos comptes auprès d'autres banques centrales pendant une certaine période avant de pouvoir les placer conformément à notre stratégie de placement.

Plusieurs acteurs participent à la mise en place de la stratégie de placement. Ce n'est pas mon objectif de décrire aujourd'hui en détail le processus d'investissement. En bref, la Direction générale choisit les lignes directrices des investissements et la stratégie concrète. L'unité Gestion des actifs met ensuite en œuvre cette stratégie sous le contrôle de l'unité Gestion des risques. Cette dernière est également chargée d'informer régulièrement la Direction générale et le Conseil de banque, qui surveille l'ensemble du processus. Cette multiplicité des acteurs participant à la gestion des réserves de devises et la séparation des responsabilités permettent de réduire au maximum les conflits d'intérêts et de contrôler efficacement la gestion concrète des réserves.

Comment se traduisent concrètement ces directives dans l'allocation des réserves de devises?

La semaine dernière, nous avons publié les informations du troisième trimestre 2012 concernant l'allocation des réserves de devises. J'aimerais maintenant vous les commenter en soulignant les principaux éléments qui peuvent donner matière à discussion.

Voici la répartition des réserves de devises par monnaies (Transparent 5). Comme vous pouvez le constater, l'euro est la principale monnaie dans laquelle nous investissons. La part de l'euro dans nos placements est restée relativement stable depuis plusieurs années. Si l'on regarde les données trimestrielles, cette part a fluctué entre 45% et 65%. Ses variations sont

principalement dues aux délais dont nous avons besoin pour réallouer notre portefeuille après une arrivée conséquente de nouvelles réserves de devises. Ces montants sont ensuite diversifiés progressivement par une répartition entre d'autres monnaies afin de rétablir l'allocation initiale.

Actuellement, 48% des réserves de devises sont investis en titres libellés en euros, mais l'unité Gestion des actifs investit dans d'autres monnaies, notamment dans le dollar des Etats-Unis, avec 28% des actifs sous gestion, dans le yen, dans la livre sterling et dans le dollar canadien, à raison de 20% pour le total de ces trois monnaies. Mais la BNS investit également dans des monnaies moins importantes. Son choix porte essentiellement sur des monnaies dont le marché est liquide et qui correspondent aux principales monnaies internationales. Le risque de fluctuation des cours de change est inhérent à la politique de la BNS en matière de placements. Il est important de réaliser que la BNS ne peut pas se protéger (se «hedger») contre le risque de change sous peine de neutraliser l'impact de la politique monétaire, étant donné que toute couverture revient à acheter des francs suisses contre des devises. **Le principal outil de gestion du risque de change est donc une diversification aussi optimale que possible.** Ainsi, face à la forte croissance des réserves de devises, le besoin de diversification est devenu encore plus important. Depuis 2010, nous avons cinq nouvelles monnaies dans lesquelles nous pouvons investir. Il s'agit du dollar australien, du dollar de Singapour, des couronnes suédoise et danoise et du won sud-coréen.

D'une manière générale, **la BNS évalue en permanence les possibilités d'améliorer la diversification de ses placements.** Je tiens à préciser que nous analysons et surveillons activement de nouvelles catégories d'actifs et différentes monnaies dans les marchés développés et en développement afin de réduire à terme notre risque de concentration.

Voici maintenant la répartition des réserves de devises par catégories d'actifs (Transparent 6). Comme vous le voyez, la grande majorité des réserves est placée dans des obligations (d'Etat, de collectivités publiques, d'entreprises étrangères et d'organisations supranationales) ou auprès d'autres banques centrales. **Cela représente environ 88% des investissements,** ce qui met une nouvelle fois en évidence la primauté des critères de liquidité et de sécurité dans la gestion de nos actifs. Dans le passé, la part des actions a varié. Actuellement, elle se monte à 12%, soit son plus haut niveau depuis 2004, date à

laquelle les investissements en actions ont été autorisés avec le changement du cadre légal régissant les placements de la BNS.

Pour les obligations, la BNS se base sur une combinaison des grands indices obligataires. Le portefeuille de la BNS peut s'écarter de ces indices pour des raisons tactiques, tout en restant dans une marge de manœuvre bien définie. Grâce à ces écarts, les gestionnaires de portefeuille de la BNS peuvent exploiter des inefficiences de marché pour améliorer le rendement. De plus, cette méthode de gestion des obligations permet aux gestionnaires de la BNS de garder un lien direct avec les acteurs les plus importants du marché, lien qui est essentiel pour récolter une information de première main, utile pour les activités de la BNS. Actuellement, 96% des investissements en obligations portent sur des titres notés AAA ou AA ou sont placés auprès d'autres banques centrales et organisations internationales.

Depuis 2004, la BNS investit également en actions étrangères. Cette catégorie d'actifs permet d'augmenter le rendement des réserves de devises. **La gestion des actions se fait, quant à elle, uniquement de manière passive.** Nos gestionnaires s'assurent que notre portefeuille d'actions correspond à celui des grands *benchmarks* internationaux. Ces *benchmarks* sont basés sur une combinaison de différents indices d'actions et mis en œuvre de manière passive par la BNS. Il est important de noter que la gestion des actifs de la BNS est effectuée essentiellement à l'interne. Les contrats avec des gestionnaires externes ne couvrent qu'une petite portion de cette gestion, et ils sont essentiellement utilisés comme *benchmarks*, pour vérifier que l'unité Gestion des actifs demeure performante.

Parallèlement aux obligations et aux actions, la BNS recourt périodiquement aux produits dérivés comme les *futures* ou les swaps de taux d'intérêt. Les produits dérivés sont utilisés lorsque le sous-jacent correspond aux critères de sélection de la BNS et lorsque leur marché est plus liquide ou moins onéreux que celui du sous-jacent, ou encore si les dérivés permettent une meilleure gestion des risques.

Enfin, voici les rendements obtenus par notre portefeuille depuis 1999, chiffres également publiés sur notre site (Transparent 7). Comme vous pouvez le voir dans la dernière colonne, le rendement annuel de nos investissements a toujours été positif en monnaies locales. Si

les rendements en francs suisses sont parfois négatifs, cela est dû uniquement aux variations des cours de change entre les monnaies locales et le franc suisse, comme le montrent les deux colonnes précédentes. Le risque de change constitue donc le facteur déterminant pour le rendement total de nos investissements.

Le graphique que je vous présente maintenant illustre lui aussi le rôle prépondérant des cours de change pour notre portefeuille (Transparent 8). Il montre l'origine des variations de nos réserves de devises. Comme vous pouvez le constater, les fluctuations de change sont la principale cause des variations de nos réserves. Le rendement en monnaies locales ne joue qu'un rôle secondaire. Comme je l'ai déjà souligné, la BNS ne dispose que de l'outil de la diversification pour atténuer l'impact des variations des monnaies. Se «hedger» reviendrait à remettre en cause l'efficacité de la politique monétaire, car se couvrir contre les mouvements de change revient à annuler l'impact de la politique monétaire sur les cours de change du franc suisse.

Les défis à venir

Pour terminer, j'aimerais maintenant vous présenter les défis qui attendent la BNS dans le domaine de la gestion des réserves de devises (Transparent 9).

Premier défi: **s'assurer que nos ressources, nos méthodes et notre structure garantissent la gestion efficace de notre portefeuille.** J'ai souligné que la complexité et les risques associés à la gestion de nos placements avaient significativement augmenté récemment. Cela a nécessité un accroissement de notre équipe de gestionnaires. Je suis persuadé que nous avons maintenant une taille suffisante pour que les unités Gestion des actifs et Gestion des risques puissent relever ces défis. Nous sommes également prêts à continuer à développer notre structure si les circonstances l'exigent. En terme de gouvernance, nous avons mis l'accent sur une séparation stricte entre la gestion des actifs et celle des risques en déplaçant l'unité Gestion des risques dans un autre département de la BNS. La performance de nos gestionnaires est constamment évaluée par rapport aux *benchmarks* des marchés concernés. Pour quelques portefeuilles, une comparaison supplémentaire est faite avec la performance de nos gestionnaires externes.

Second défi: **diversifier notre portefeuille de manière optimale.** La BNS doit gérer des montants considérables de réserves de devises. Elle doit donc trouver des marchés assez importants pour absorber ces montants tout en gardant un niveau élevé de liquidités, ce qui réduit sensiblement la palette des actifs à disposition. La BNS met donc particulièrement l'accent sur la recherche de nouvelles opportunités, que ce soit en termes d'actifs, de monnaies ou de marchés. D'où, par exemple, l'introduction récente de nouvelles monnaies ou l'ouverture à de nouveaux pays pour mieux atteindre un niveau de diversification satisfaisant.

Troisième défi: **investir notre portefeuille sans influencer les marchés.** La croissance rapide de nos réserves nous a obligés à investir et à réinvestir de gros montants. Ces montants peuvent avoir un impact sur les marchés des monnaies, des obligations ou des actions. C'est pourquoi la BNS opère sur des marchés importants et ne cherche pas à investir dans des «niches». En outre, pour nous assurer que nos placements ne déstabilisent pas les marchés, nous recourons à des montants qu'ils peuvent absorber sans difficulté. Cela implique une diversification progressive suite à un flux élevé de réserves de devises. Nous menons également des discussions actives avec nos partenaires, les banques centrales des pays où nous investissons, ainsi qu'une politique d'information aussi claire que possible dans ce domaine.

Quatrième défi: **maintenir une part optimale d'actions dans notre portefeuille.** Ainsi, malgré les flux importants de réserves de devises qui nous sont parvenus ces derniers temps, nous avons augmenté notre part d'investissements en actions au niveau actuel de près de 12%. Plusieurs commentateurs des activités de la BNS ont exprimé le désir de voir cette part augmenter. Une telle augmentation n'est toutefois pas sans risque. Si l'introduction d'actions dans un portefeuille peut réduire le profil de risque grâce à la diversification qu'elle permet, cela n'est vrai que jusqu'à un certain niveau. Nous estimons que ce niveau d'actions se situe entre 0 et 5% du portefeuille. Une part supérieure augmente naturellement le rendement du portefeuille, mais elle accroît également les risques qui y sont associés. Tout accroissement de la part des actions doit ainsi être analysé sous les deux angles du rendement et du risque. Un risque supplémentaire peut aller à l'encontre du critère de sécurité que suit la BNS pour ses placements.

Cinquième et dernier défi: **la gestion du risque de change**. Le rendement du portefeuille de réserves de devises fluctue essentiellement en fonction du rendement des monnaies étrangères par rapport au franc suisse. Cette exposition au risque de change est le résultat direct de la politique monétaire menée par la BNS. Elle fait pour ainsi dire partie de l'ADN des activités d'une banque centrale dans une petite économie ouverte telle que la nôtre. L'éliminer irait à l'encontre de la politique monétaire, qui reste la priorité de la BNS. Il faut donc vivre avec ce risque et chercher à le réduire sans toutefois le faire disparaître. Dans ce but, la Direction générale diversifie au maximum ses investissements entre les monnaies à disposition. Il est important de se souvenir que les activités de la BNS doivent être jugées à l'aune des résultats de sa politique monétaire et non à celle du résultat financier de ses placements.

Conclusion

Pour conclure, permettez-moi de souligner deux points que j'ai abordés à plusieurs reprises dans mon exposé.

Premièrement: la BNS est un investisseur international, mais un investisseur particulier, assez éloigné de la définition classique en vigueur dans le secteur privé. Ses investissements sont le résultat direct de sa politique monétaire. Cette dernière garde toujours la primauté sur les considérations de pure rentabilité en termes financiers. La BNS doit également obéir à des exigences spécifiques: dans ses choix d'investissement, elle doit certes tenir compte du rendement, mais aussi du risque et de la liquidité des marchés. Enfin, elle doit placer des montants très importants sans perturber les marchés, ce qui peut s'avérer difficile et nécessite des périodes de transition pour parvenir à l'allocation souhaitée.

Deuxièmement: la BNS s'efforce de mettre en place une stratégie de placement aussi efficace que possible. Le fait que de nombreuses banques centrales s'informent et s'inspirent de nos expériences montre que nous sommes parfois un exemple pour elles. Ce faisant, la BNS essaie également d'être aussi transparente que possible, remplissant ainsi sa tâche d'information de la population. La stratégie d'investissement est largement rendue publique et nous sommes l'une des seules banques centrale à publier trimestriellement ses résultats.

Mesdames, Messieurs, me voici à la fin de mon exposé. Je vous remercie de votre attention et reste maintenant à votre disposition pour répondre à vos questions.

Les défis de la croissance des réserves de devises de la Banque nationale suisse

Fritz Zurbrügg

Membre de la Direction générale,
Banque nationale suisse

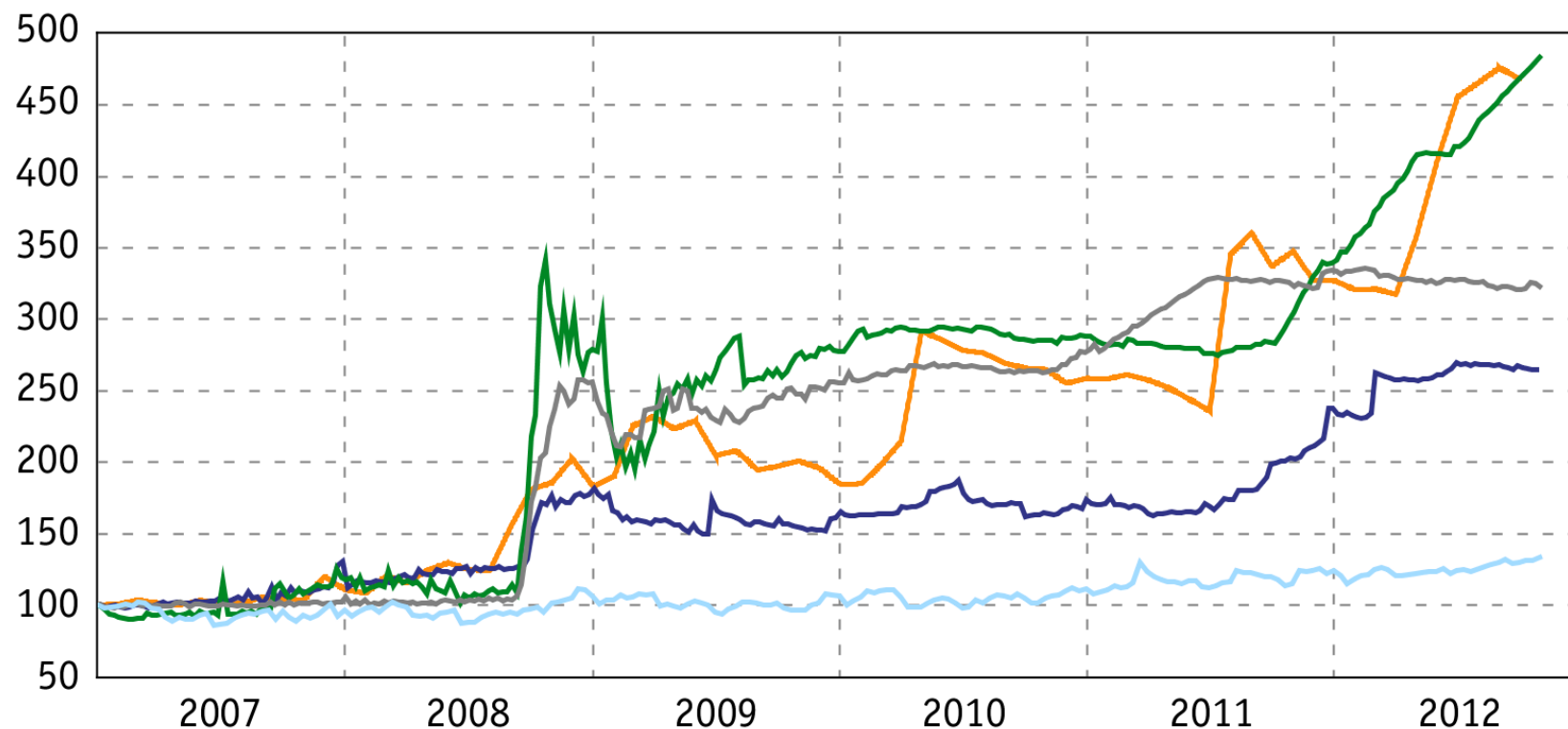
Apéritif «Marché monétaire», 8 novembre 2012

Croissance du bilan de la BNS

Total des actifs des banques centrales

— BNS — BCE — BoE — FED — BOJ

Index 100 = 1.2007

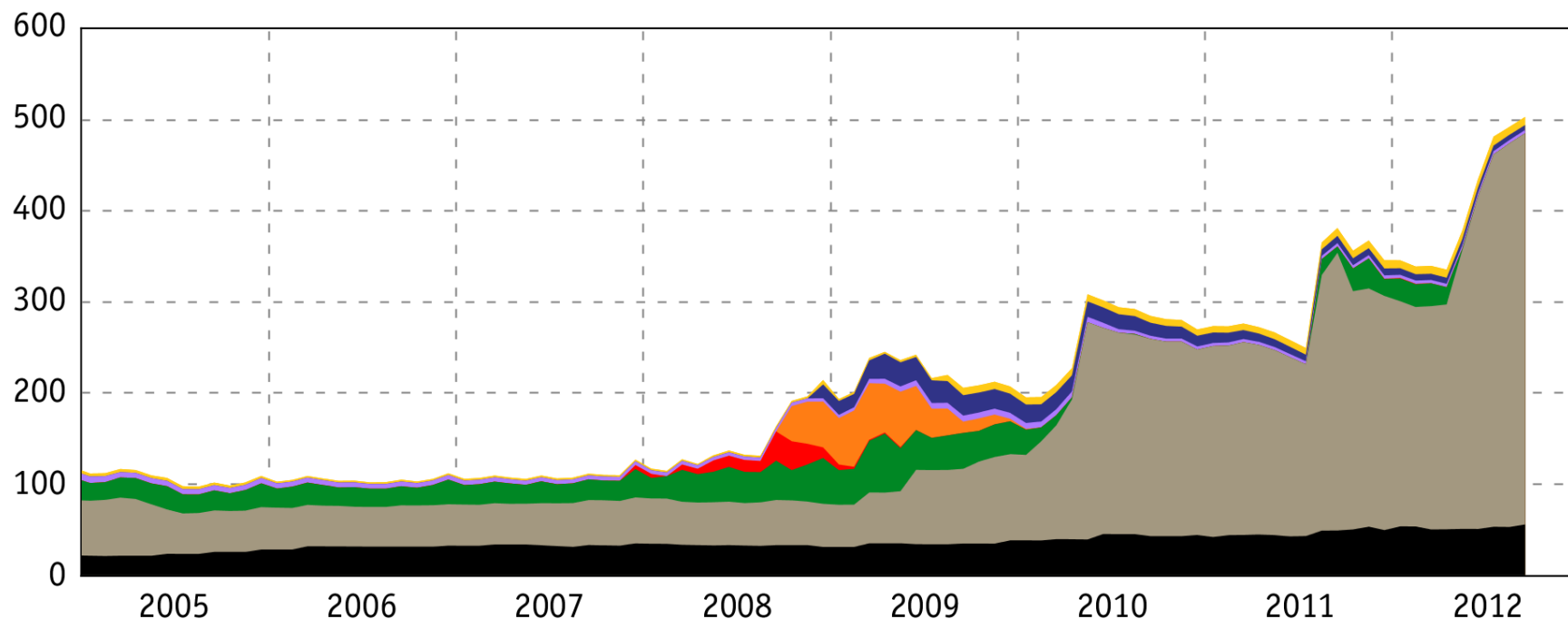


Actifs de la BNS

Actifs de la BNS

- Or et créances résultant d'opérations sur or
- Créances en CHF résultant de pensions de titres
- Avoirs résultant de swaps contre CHF
- Prêt au fonds de stabilisation
- Placements de devises
- Créances en USD résultant de pensions de titres
- Titres en CHF
- Autres actifs

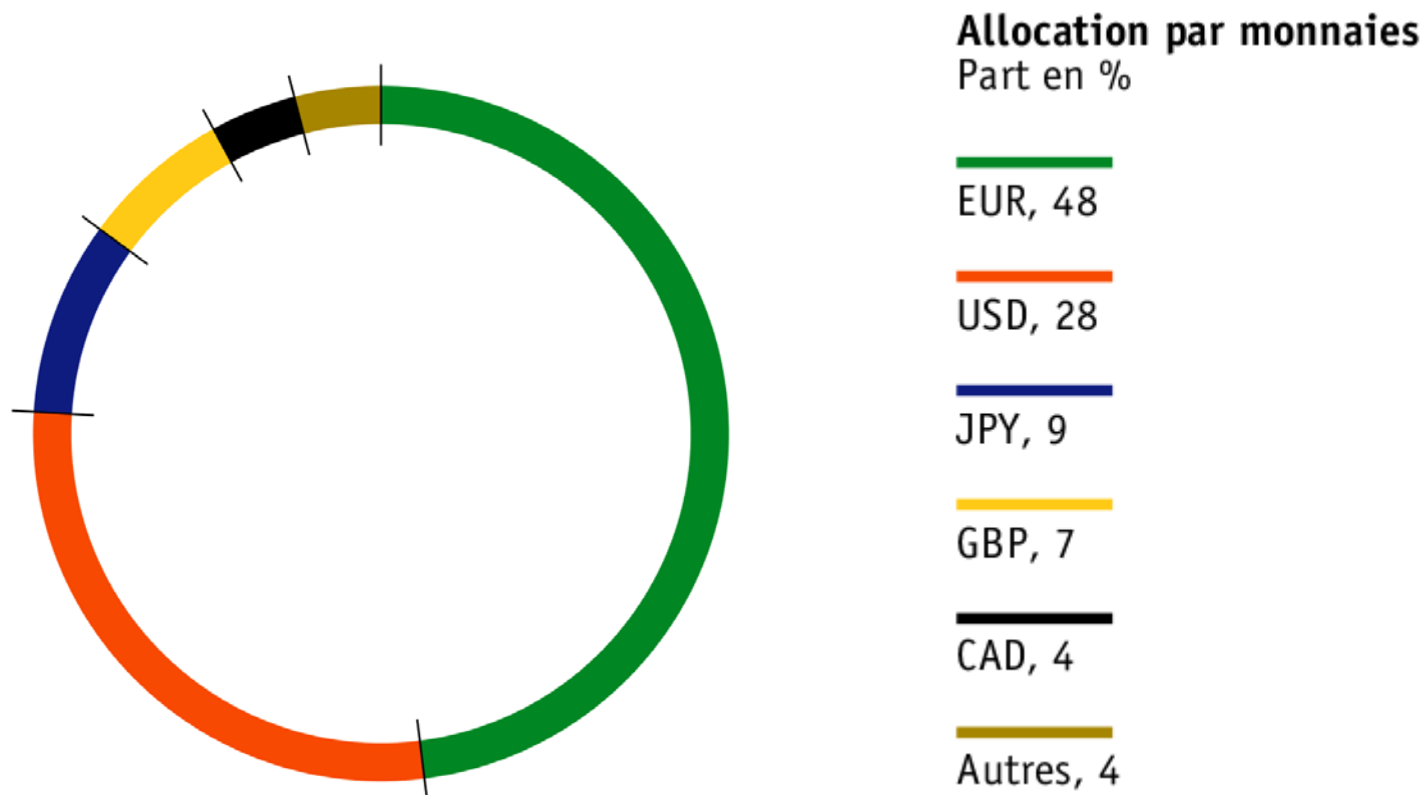
Mrds CHF



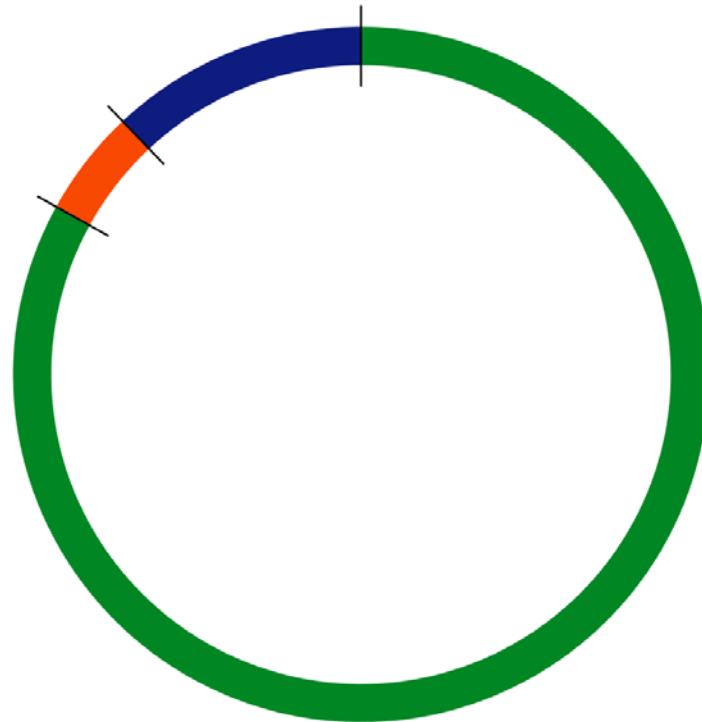
Principes de gestion

- Primauté de la politique monétaire sur la gestion des réserves de devises
- Gestion des réserves de devises selon les objectifs de sécurité, de liquidité et de rendement
- Pas de perturbation des marchés

Réserves de devises selon les monnaies



Réserves de devises selon les catégories d'actifs



Catégories d'actifs

Part en %

Obligations d'Etat, 83

Autres obligations, 5

Actions, 12

Rendement des réserves de devises

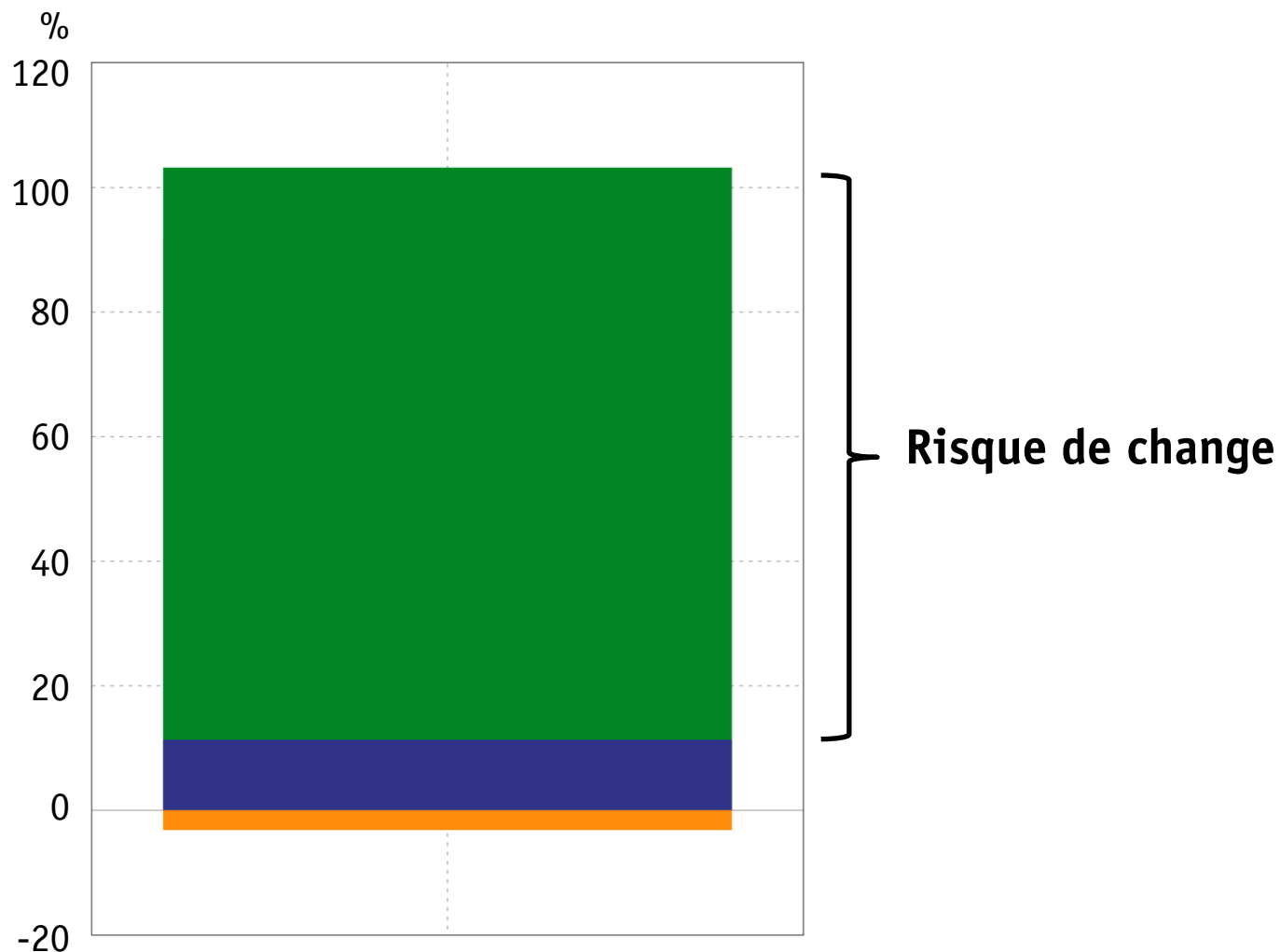
	Réserves de devises		
	Total en francs	Monnaies	Monnaies locales
1999	9,7%	9,2%	0,4%
2000	5,8%	-2,0%	8,0%
2001	5,2%	-1,2%	6,4%
2002	0,5%	-9,1%	10,5%
2003	3,0%	-0,4%	3,4%
2004	2,3%	-3,2%	5,7%
2005	10,8%	5,2%	5,5%
2006	1,9%	-1,1%	3,0%
2007	3,0%	-1,3%	4,4%
2008	-8,7%	-8,9%	0,3%
2009	4,7%	0,4%	4,4%
2010	-10,1%	-13,4%	3,8%
2011	3,1%	-0,8%	4,0%
2012 / 1^{er} trimestre (1)	-0,9%	-2,6%	1,7%
2012 / 2^e trimestre (1)	2,9%	2,4%	0,5%
2012 / 3^e trimestre (1)	1.5%	0.2%	1.4%

(1) Données non annualisées.

Source: BNS

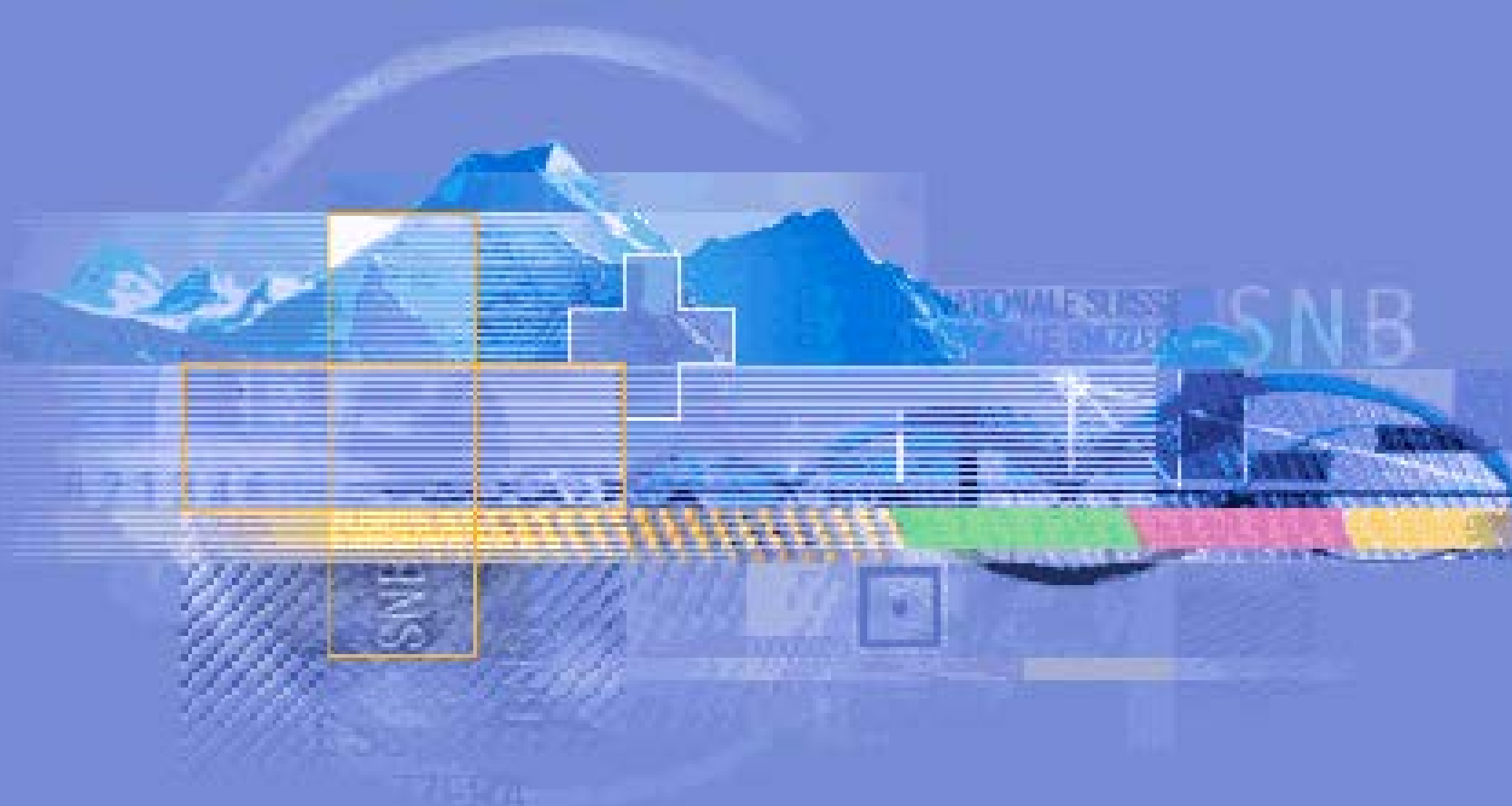
Variations des réserves de devises

■ Obligations ■ Actions ■ Monnaies



Défis

- Assurer une gestion des réserves de devises à la pointe des connaissances actuelles
- Diversifier le portefeuille de manière optimale
- Investir sans influencer les marchés
- Maintenir une part optimale d'actions
- Gestion du risque de change



Apéritif «Marché monétaire»

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

