

Conférence de presse

Zurich, le 14 décembre 2006

Remarques introductives de Philipp Hildebrand

La Banque nationale suisse, je l'ai déjà relevé à plusieurs reprises lors de précédentes conférences de presse, a réformé ces dernières années sa politique de placement dans le domaine des réserves de devises. J'aimerais aujourd'hui revenir sur les motifs qui nous ont incités à procéder à de telles adaptations et commenter les sources de conflits qui sont inhérents à la politique de placement d'une banque centrale. Dans mes propos, je mettrai l'accent en particulier sur la gestion des risques, qui joue un rôle-clé dans la politique de placement de la Banque nationale.

En passant à la structure actuelle de nos réserves de devises, nous nous sommes éloignés un peu plus des portefeuilles traditionnels des banques centrales. Ceux-ci étaient constitués presque exclusivement de titres d'Etat à court terme en dollars des Etats-Unis, éventuellement aussi en euros et en yens japonais. Nous avons procédé différemment ces dernières années; nous avons en effet diversifié graduellement les risques de change, rallongé la durée des placements et investi dans de nouvelles catégories d'obligations, mais aussi en actions.

Grâce à ces adaptations, nous figurons sans doute aujourd'hui parmi les banques centrales les plus novatrices en matière de placements. Mais je tiens à souligner qu'il ne s'agissait nullement d'innover pour innover. Par ces adaptations, nous avons simplement répondu à un défi que doivent finalement relever toutes les banques centrales détenant d'importantes réserves monétaires. Le défi consiste à maintenir la fonction protectrice des réserves monétaires tout en tirant profit des possibilités de dégager des revenus. En résumé, il s'agit d'un côté de *structurer* les réserves de telle sorte que nous puissions en disposer pour surmonter des crises monétaires en tout genre et, de l'autre, de les *investir* de manière à obtenir des rendements aussi élevés que possible. Tirer des revenus est nécessaire, ne serait-ce que pour financer la croissance à donner aux réserves monétaires. Par ailleurs, le public est en droit d'attendre que nous gérons les réserves monétaires avec professionnalisme.

La fonction protectrice de nos réserves monétaires revêt une importance centrale. Elle découle directement du mandat confié à la Banque nationale, mandat qui assigne à la politique monétaire la priorité absolue sur la politique de placement. Sans remettre en question la priorité revenant à la politique monétaire, nous disposons d'une certaine marge de manœuvre pour améliorer la gestion des réserves de devises en particulier. Nous avons maintenant mis à profit une grande part de la marge à disposition. La révision de 1997 de la loi sur la Banque nationale nous a permis de franchir une première étape dans

Zurich, le 14 décembre 2006

2

cette voie. Depuis l'entrée en vigueur, en 2004, de la nouvelle loi sur la Banque nationale, nous ne nous heurtons plus à des dispositions légales qui restreignent les instruments de placement auxquels nous pouvons recourir.

There is no free lunch est une maxime qui s'applique aussi à la politique de placement. En effet, des perspectives de revenus plus prometteuses vont généralement de pair avec des risques accrus de pertes. La diversification plus grande selon la monnaie a été pour nous un *lunch* extrêmement «bon marché», mais le recours à de nouvelles catégories de placements et à de nouveaux instruments, tout comme le passage à une gestion plus active des placements, ont exposé la Banque nationale à de nouveaux risques. Aussi, tout en adaptant notre politique de placement ces dernières années, avons-nous développé et renforcé notre gestion des risques.

Nous disposons aujourd'hui d'une gestion très poussée des risques. Elle repose sur les méthodes de *best practice* en vigueur dans le secteur financier et tient compte également des exigences spécifiques auxquelles doit répondre une banque centrale. Nous attachons la plus haute importance au maintien d'une culture adéquate en matière de risques. Ainsi, les risques sont en permanence identifiés, mesurés, évalués, contenus et surveillés. En outre, des rapports approfondis, établis avec les données les plus actuelles, permettent d'évaluer et de contrôler les risques à intervalles réguliers. L'indépendance dont jouit notre Gestion des risques dans les rapports qu'elle adresse à la Direction générale et au Comité des risques du Conseil de banque est cruciale, notamment parce que toutes les opérations de mise en œuvre de la politique de placement sont, pour des raisons d'efficacité, concentrées sur un *seul* département.

L'un des risques spécifiques d'une banque centrale découle du fait que la politique de placement ne doit pas entrer en conflit avec la politique monétaire. Les exigences que la politique monétaire impose en matière de liquidité et la capacité de résistance des placements face aux crises entrent dans les paramètres clés de la stratégie de placement. Etant donné que nous ne pouvons prévoir ni le moment ni le volume des réserves monétaires qui devront être mobilisées en cas de crise, il ne nous est pas possible d'appliquer, dans la définition de notre stratégie, une approche fondée sur la structure des avoirs et des engagements. En termes techniques, la durée optimale d'immobilisation de nos placements ne peut donc être déterminée. En fait, notre horizon de placement est à assez long terme; en cas de crise, il peut toutefois subitement se réduire. Enfin, nous accordons une importance particulière aux risques de réputation dans nos placements. La bonne réputation et la crédibilité entrent dans les actifs les plus précieux de la Banque nationale. Une réputation ternie pourrait avoir des répercussions négatives sur la politique monétaire. C'est pourquoi nous renonçons, en cas de doute, aux catégories de placements et d'instruments qui pourraient porter préjudice à la réputation de la Banque. Nous sommes également très conscients des risques pouvant découler de possibles conflits d'intérêts. Ainsi, les personnes chargées concrètement des placements sont tenues à l'écart des informations confidentielles du domaine de la politique monétaire.

Une gestion efficace des risques exige que tous les risques importants soient saisis et évalués régulièrement, autant que possible sans préjugé. L'expérience montre en effet que ce ne sont généralement pas des erreurs d'ordre méthodologique ou technique qui sont à

Zurich, le 14 décembre 2006

3

l'origine de dommages graves. Les plus gros dommages sont dus à un manque de conscience des risques; des sources essentielles de risques sont alors purement et simplement ignorées. Tel serait le cas d'une évaluation des risques qui se limiterait *exclusivement* à des critères quantitatifs et facilement mesurables et ignorerait notamment les processus ou les risques d'ordre juridique. Par conséquent, nous intégrons également, dans notre évaluation, les risques dits opérationnels.

Appliquant la devise *faire l'un sans renoncer à l'autre*, nous recourons aux méthodes quantitatives habituelles pour estimer les risques financiers qui découlent des placements. Aucun indicateur ne donne, à lui seul, une image exhaustive des risques. L'évaluation des risques repose sur une panoplie d'indicateurs dont chacun a son bien-fondé, mais aussi ses limites.

Pour estimer le risque global encouru sur nos placements, nous recourons à la *value-at-risk* (VaR). Etant donné les limites méthodologiques de la VaR – celle-ci ne fournit aucune indication sur les pertes extrêmes possibles et tend à sous-estimer le risque de pertes importantes, notamment dans les phases de faible volatilité – nous devons recourir à d'autres analyses de risques. C'est pourquoi nous procédons également à des analyses de scénarios et de crises. Dans ces calculs, nous tenons compte de l'horizon de placement de la Banque nationale, qui est plutôt à long terme. A l'aide notamment de l'écart (*tracking error*) entre les placements effectifs et des portefeuilles de référence (*benchmarks*), nous évaluons et limitons les risques inhérents aux placements gérés activement.

Notre Gestion des risques dispose d'un «panorama» complet et constamment actualisé de toutes les positions que détient la Banque nationale par ses placements. Ce panorama est obtenu grâce à une solution informatique sur mesure, qui permet d'agréger chaque jour des données venant de diverses sources et de procéder à des évaluations selon divers critères. Ainsi, des évolutions qui seraient critiques peuvent être décelées suffisamment tôt.

Compte tenu des contraintes venant de la politique monétaire, nous visons non seulement une diversification aussi large que possible des risques financiers, mais aussi une rémunération appropriée des risques encourus. En d'autres termes, nous jugeons toujours les risques par rapport au profit escompté. Pour donner un exemple de risque mal indemnisé, je citerai le risque de change, pour un investisseur de la zone franc, sur les obligations en dollars des Etats-Unis. Des obligations dans d'autres monnaies (euros, livres sterling) permettent d'obtenir, l'expérience le montre, un rendement comparable, mais avec des risques de change nettement moins élevés. Pour cette raison, mais également parce que nous avons, grâce à l'euro, une autre monnaie de réserve, elle aussi importante, nous avons réduit sensiblement ces dernières années la part de nos placements en dollars des Etats-Unis. Sur les réserves de devises, le rapport entre le profil de rendement et le profil de risques s'est ainsi fortement amélioré; l'extension des classes de débiteurs et l'adjonction d'actions dans nos placements y ont contribué également. Grâce à cela, nous n'avons jamais enregistré un résultat négatif sur les réserves de devises au cours des dix dernières années. L'évolution favorable des taux d'intérêt depuis le milieu des années nonante a bien évidemment apporté elle aussi son concours.

Zurich, le 14 décembre 2006

4

Une analyse de l'ensemble des risques que la Banque nationale encourt sur ses placements montre que les facteurs de risques traditionnels – prix de l'or, cours du dollar – continuent à jouer un rôle dominant. La plus lourde contribution aux risques découle de l'or. Pour illustrer mon propos, je rappellerai que le prix de l'or en francs a, depuis 1980, fluctué de plus de 10% approximativement une année sur deux. Il faut donc s'attendre à ce que l'or influe, une année sur deux, de plus de +/- 3 milliards de francs sur le résultat annuel de la Banque nationale. En revanche, les variations de valeur sur les réserves de devises sont plus modérées.

La Banque nationale détient 1290 tonnes d'or. Lorsque le prix de l'or varie, la composition des réserves monétaires, en valeur, varie elle aussi tout comme le profil de risques de celles-ci. Concrètement, la forte hausse du prix de l'or a sensiblement accru la part de l'or dans les réserves monétaires et, ainsi, le risque de fluctuation des résultats. D'un autre côté, les réserves d'or constituent un actif tout à fait particulier parce qu'elles peuvent remplir – l'histoire nous le montre – une fonction protectrice déterminante en cas de grave crise.

Quelles conclusions peut-on tirer de mes propos? La révision de 2004 de la loi sur la Banque nationale a accru notre marge de manœuvre en matière de politique de placement. Entre-temps, et compte tenu des exigences découlant de la politique monétaire, nous avons mis à profit cette marge de manœuvre, en tout cas pour ce qui concerne les réserves de devises. Cela impliquait et implique toujours une gestion des risques reposant sur des principes de *best practice* et tenant pleinement compte des particularités d'une banque centrale. A l'avenir également, les exigences de la politique monétaire influenceront fortement sur la politique de placement de la Banque nationale. La marge de manœuvre pour d'autres améliorations du rapport entre rendements et risques est limitée. Du fait de leur fonction, les réserves monétaires font courir de substantiels risques financiers. Face à ces risques, les rendements qu'il est possible de tirer des placements sont plutôt faibles. Deux risques en particulier – le risque sur l'or et le risque de change sur le dollar – sont relativement mal indemnisés. C'est pourquoi les bénéfices distribués par la Banque nationale seront très limités dès que l'actuelle réserve pour distributions futures aura été utilisée.