

**Embargo** jusqu'au  
27 mars 2014, à 18 heures

---

## **Possibilités et limites de la politique de placement de la BNS**

Apéritif «Marché monétaire»

**Fritz Zurbrügg**

Membre de la Direction générale\*

Banque nationale suisse

Zurich, le 27 mars 2014

© Banque nationale suisse, Zurich 2014 (exposé tenu en allemand)

---

\* L'auteur remercie Dirk Faltin et Adriel Jost pour leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé, ainsi qu'Erich Gmür, Marco Huwiler et Sandro Streit pour leurs judicieux commentaires.

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite la bienvenue au traditionnel Apéritif «Marché monétaire» à Zurich. Je me réjouis que vous soyez aussi nombreux à avoir répondu à notre invitation. Je vous propose d'aborder aujourd'hui la politique de placement de la Banque nationale suisse (BNS). Il y a tout juste dix ans, l'entrée en vigueur de la nouvelle loi sur la Banque nationale donnait à celle-ci de nouvelles possibilités pour la gestion de ses réserves de devises. Cet anniversaire est pour moi l'occasion de dresser aujourd'hui le bilan et de vous familiariser avec les principaux aspects de notre politique de placement. L'une des plus importantes innovations depuis 2004 concerne nos placements en actions. Aussi vais-je mettre particulièrement l'accent sur ces placements dans ma présentation. Après mon intervention, mon collègue Dewet Moser analysera plus en détail les développements sur les marchés monétaire et des changes.

## **Contexte général en matière de politique monétaire**

La politique de placement de la BNS se distingue à différents égards de celle d'un grand investisseur privé, mais également de celle d'un fonds souverain. Cette différence tient au rôle particulier de la BNS, qui est de conduire la politique monétaire de la Suisse en tant que banque centrale indépendante. Notre politique de placement est par conséquent toujours subordonnée à la politique monétaire et ne peut être comprise que dans ce contexte. Notre politique monétaire est actuellement déterminée par le cours plancher de 1,20 franc pour 1 euro, que nous avons introduit en septembre 2011 et fait prévaloir ensuite avec toute la détermination requise. Vous vous souvenez certainement de la situation d'alors: la crise de la dette dans la zone euro menaçait de s'aggraver et la pression à la hausse sur le franc était immense. La BNS se devait de garantir la stabilité des prix et d'éviter de graves dommages à l'économie suisse. Aujourd'hui, nous pouvons affirmer que ces objectifs ont été atteints.

Deux ans et demi après son introduction, le cours plancher reste un élément central de la politique monétaire de la Banque nationale. La semaine dernière, lors de l'examen de la situation économique et monétaire, nous avons décidé de le maintenir inchangé. Bien que la reprise de l'économie mondiale se soit poursuivie au quatrième trimestre 2013, des risques importants demeurent. En outre, la prévision d'inflation conditionnelle a été revue à la baisse par rapport à l'examen précédent. Le recul de l'inflation à l'échelle mondiale et le léger renforcement du franc retardent le passage à un taux d'inflation positif. La Banque nationale table sur un taux d'inflation de 0% pour l'année en cours et de 0,4% pour 2015. Sa prévision pour 2016 s'établit à 1%. La BNS estime par ailleurs que le franc reste à un niveau élevé. Le Libor à trois mois étant proche de zéro, le cours plancher demeure l'instrument adéquat pour prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait s'accroître de nouveau.

Le cours plancher nous permet donc de remplir notre mandat en matière de stabilité des prix. Mais sa mise en œuvre résolue a entraîné un fort accroissement de nos réserves monétaires. Le graphique 1 montre que, depuis 2009, nos réserves monétaires ont pratiquement sextuplé.

Dans le même temps, nos réserves de devises – c'est-à-dire nos réserves monétaires à l'exception de l'or – ont même presque décuplé, pour s'inscrire actuellement à un peu moins de 450 milliards de francs, soit plus de 70% du produit intérieur brut annuel de la Suisse. Cette croissance des réserves de devises expose davantage notre bilan à la volatilité des marchés financiers. De faibles variations de cours peuvent influencer fortement le résultat de nos placements. Dans ce contexte, notre politique de placement est devenue encore plus complexe. Grâce à des processus qui ont montré leur efficacité et à une expertise solide, nous sommes à même d'affronter cette complexité.

## **Evolution de la politique de placement de la BNS**

La BNS a commencé dès les années 1970 à orienter sa politique de placement vers une optimisation du rapport rendement/risque. A l'époque, la gestion des réserves de devises était axée exclusivement sur une maximisation de la sécurité et de la liquidité. Il faut savoir que, jusqu'à 1978, la loi prévoyait une durée de seulement trois mois pour le placement des réserves de devises. Ces dernières étaient par conséquent d'abord constituées de placements à court terme en dollars des Etats-Unis, principalement de bons du Trésor américain. Les risques de concentration étaient donc considérables. Dans le même temps, le potentiel de rendement était extrêmement faible.

Malgré des prescriptions légales strictes et des limitations dues à la nature même du marché, la BNS s'efforçait déjà à l'époque d'utiliser la marge de manœuvre existante en termes de rendement. Il fallut toutefois attendre 1997, avec la révision partielle de la loi sur la Banque nationale et la suppression de l'échéance maximale, fixée alors à une année, applicable aux réserves de devises, pour que le rendement acquière une importance stratégique en tant que critère de placement.

L'entrée en vigueur, en 2004, de la révision totale de la loi sur la Banque nationale a constitué une nouvelle étape essentielle vers une politique de placement adaptée à notre temps. Si les changements apportés à la politique de placement furent peu remarqués du public, ils eurent une grande importance pour l'activité de placement de la BNS. Pour la première fois, la politique de placement était en effet définie comme l'une des principales missions de la Banque nationale dans le cadre de son mandat de politique monétaire. En outre, la plupart des restrictions relatives aux instruments de placement disparaissaient de la loi. Cette révision fournit la base d'une politique de placement moderne, qui vise à optimiser le rapport rendement/risque des actifs, mais uniquement dans la mesure autorisée par la politique monétaire. Celle-ci a toujours eu la priorité sur la politique de placement.

Parallèlement à cet élargissement de la marge de manœuvre, les processus de placement et de contrôle des risques furent également adaptés aux nouvelles exigences à partir de 1997. La BNS se trouvait ainsi à l'avant-garde des banques centrales à la fois pour les instruments et pour les processus de placement. J'avoue ne pas être peu fier de noter que d'autres banques centrales se sont intéressées ces dernières années à nos processus de placement. Nous sommes également à la pointe pour ce qui est de la transparence: la structure de nos placements est

largement accessible au public. La BNS fait même partie des rares banques centrales qui publient chaque trimestre la répartition de leurs placements et le résultat des positions en monnaies étrangères.

## **Une politique de placement axée sur la sécurité, la liquidité et le rendement**

Le placement des réserves monétaires de la Banque nationale est donc déterminé aujourd'hui par des critères de sécurité, de liquidité et de rendement. Les réserves monétaires d'un pays sont principalement utilisées afin de prévenir les crises et, lorsqu'elles surviennent, de les surmonter. Pour remplir cette fonction, elles doivent présenter une certaine liquidité. Il fut un temps où la BNS définissait principalement la liquidité en termes d'échéances: plus celles-ci étaient courtes, plus les placements semblaient liquides. C'est pourquoi, jusqu'au milieu des années 1990, les réserves de devises de la BNS étaient encore presque exclusivement constituées de titres d'Etat présentant des échéances très courtes.

Toutefois, la notion de liquidité a évolué. Depuis longtemps déjà, nous ne définissons plus la liquidité d'un actif par son échéance, mais par la possibilité de le revendre rapidement et avec le moins de conséquences possible sur le marché. Nous souhaitons en effet éviter de provoquer d'importantes variations de prix. C'est pourquoi nous conservons une partie substantielle de nos réserves monétaires sous forme d'emprunts d'Etat liquides dans les monnaies les plus importantes. Ajoutés aux avoirs que nous détenons auprès d'autres banques centrales, ces placements représentent aujourd'hui les trois quarts de nos réserves de devises. La composition actuelle de ces réserves est présentée sur le graphique de gauche de la diapositive 3.

En ce qui concerne le critère de la sécurité, nous mettons l'accent sur la limitation des risques de marché et de crédit. La diversification en termes de monnaies et d'instruments de placement joue un rôle capital. Pour ce qui est de la monnaie, tous les grands pays industriels avancés sont représentés dans nos réserves de devises. L'euro (48%) et le dollar des Etats-Unis (27%) sont les principales monnaies, comme vous pouvez le voir sur le graphique de droite de la diapositive 3. A l'intérieur de chaque monnaie, la diversification s'opère au moyen des différents instruments de placement. Comme je l'ai déjà évoqué, depuis la révision totale de la loi sur la Banque nationale entrée en vigueur en 2004, nous pouvons recourir pour ce faire à de nouvelles catégories d'emprunts (par exemple à des obligations d'entreprises ou à des obligations de collectivités territoriales étrangères) ainsi qu'à des actions.

On peut voir sur le graphique 4 l'effet de diversification entraîné par le recours aux placements en actions. Ce graphique représente les rendements quotidiens de l'indice américain des actions S&P 500 depuis 1999. Les rendements sont regroupés en déciles, présentés du plus faible, à gauche, au plus élevé, à droite. Nous avons ensuite attribué à chaque décile les rendements quotidiens correspondants des emprunts d'Etat américains. Comme vous le voyez, l'effet de diversification entre actions et obligations a été positif. Ce résultat est facile à comprendre. Durant les périodes de redressement, lorsque les taux

d'intérêt augmentent, les prix des emprunts d'Etat sont sous pression, tandis que les cours des actions bénéficient de l'amélioration tant de la situation économique que des perspectives de rendement. L'année dernière, cette corrélation négative a été manifeste: l'effet de diversification entre actions et obligations a été particulièrement marqué.

Il faut toutefois noter que ce mécanisme s'applique aux rendements en monnaies locales. Or ce qui est décisif pour nous, c'est le rendement exprimé en francs. Et la situation est ici quelque peu différente, en raison d'une corrélation souvent négative entre les cours des actions et la valeur extérieure du franc. C'est ce que vous pouvez voir sur le graphique 5, qui a été élaboré selon le même principe que le précédent. Nous voyons clairement que les phases de mauvaises performances boursières coïncident avec une appréciation du franc, et inversement. Lorsque les actions perdent de la valeur, l'environnement est souvent caractérisé par une montée des incertitudes dans l'économie et sur les marchés financiers. Une telle situation entraîne une forte augmentation de la demande de francs, du fait que notre monnaie est perçue comme une valeur refuge. Nos positions en actions baissent alors à la fois en raison de la perte de cours et de l'appréciation du franc par rapport aux monnaies étrangères dans lesquelles les actions sont libellées. L'effet de diversification de nos placements en actions est donc atténué par ces deux effets monétaires qui vont dans le même sens. Or nous ne pouvons pas nous couvrir contre une appréciation du franc. En effet, cela reviendrait à vendre nos réserves de devises contre des francs, ce qui signifie qu'une décision en matière de placement pourrait avoir une incidence sur la politique monétaire. Cet exemple montre que les considérations de politique monétaire restreignent la marge de manœuvre de la politique de placement.

Il peut également y avoir un certain effet de diversification entre les actions et l'or. Durant les périodes de forte incertitude, on constate souvent une progression du prix de l'or et un recul du cours des actions. Le phénomène inverse peut se produire lorsque l'incertitude diminue de manière prononcée. Nous avons pu l'observer très clairement l'année dernière, lorsque le prix de l'or, après des années d'augmentation, a enregistré une correction marquée. Nous ne pouvons certes pas partir du principe qu'un tel effet de diversification se vérifiera en tout temps. Mais lorsqu'il opère, il est le bienvenu.

### **Importance du rendement pour le maintien de la valeur**

Nous en arrivons ainsi au troisième critère déterminant pour nos activités de placement, le rendement. Je tiens à souligner que maximiser les profits ne constitue pas un but en soi pour la BNS, mais que dans notre perspective, le rendement est indissociable de la sécurité. Nous avons pour objectif minimal de maintenir le pouvoir d'achat de nos réserves monétaires sur la durée. Cela suppose que le rendement à long terme de nos placements soit au moins égal au taux d'inflation moyen. Il convient de préciser que nous visons à maintenir la valeur en termes réels exprimée non pas dans les monnaies de placement, mais en francs. Aussi faut-il que les placements en monnaies étrangères assurent un certain rendement, ne serait-ce que pour compenser les pertes de change enregistrées lors des périodes d'appréciation du franc.

L'intégration d'autres catégories de titres déjà mentionnées, en plus des obligations d'Etat, dans notre portefeuille, permet d'améliorer le rapport rendement/risque sur le long terme. Les actions présentent généralement un potentiel de rendement plus élevé que les obligations d'Etat des grands pays industrialisés. C'est pourquoi elles constituent un instrument adapté pour contribuer à maintenir la valeur des réserves monétaires. Ou, pour être plus précis, elles augmentent la probabilité d'un maintien de la valeur réelle des réserves monétaires. Cet effet est particulièrement marqué lorsque le rendement en termes réels des obligations d'Etat est faible, voire négatif, sur les principaux marchés, comme c'est le cas actuellement. Il n'est donc pas étonnant que les placements en actions soient devenus plus importants pour les banques centrales ces dernières années<sup>1</sup>.

### **Quelle doit être la proportion d'actions?**

Permettez-moi d'approfondir la question de nos placements en actions. Nous venons de voir *pourquoi* la BNS investit dans de tels titres. Examinons maintenant à *quel niveau* devrait se situer la proportion d'actions dans notre portefeuille, et *comment* la BNS réalise ses investissements sur le marché boursier. Comme il ressort du graphique 6, la part des actions dans nos réserves de devises évoluait autour de 10% entre 2005 et 2010; nous l'avons ensuite relevée progressivement à partir de 2011, pour la porter à 16%.

Pour déterminer la part des actions, il faut trouver le rapport rendement/risque optimal pour le portefeuille de placements. Comme le disent les investisseurs, qui veut bien manger achète des actions, qui veut bien dormir, des obligations. Cet adage boursier fait ressortir que les actions se caractérisent par un potentiel de rendement plus élevé par rapport à la plupart des emprunts d'Etat, mais qu'en général, elles comportent aussi plus de risques. En la matière, il faut toutefois d'abord tenir compte de l'effet de diversification des placements en actions. La frontière efficiente représentée de façon schématique dans le graphique 7 montre bien cet effet. Si nous partons d'un portefeuille composé uniquement d'obligations d'Etat (point A de la courbe) et que nous y ajoutons des actions, le rapport rendement/risque du portefeuille s'améliore dans un premier temps. On peut en effet accroître le rendement attendu tout en réduisant les risques attendus. Toutefois, à partir d'une certaine proportion d'actions (point B), toute amélioration du potentiel de rendement se fait au prix d'une augmentation du risque. A l'extrême (point C), nous obtenons un portefeuille composé exclusivement d'actions. Définir la proportion d'actions visée revient à rechercher un équilibre entre risque supplémentaire et potentiel de rendement accru.

Où se situe ce point d'équilibre pour la BNS? De façon générale, on peut affirmer que notre courbe efficiente présente des combinaisons rendement/risque moins avantageuses que celle de nombreux autres investisseurs. Elle ressemble ainsi plutôt à la courbe de droite du

---

<sup>1</sup> D'après une enquête publiée au printemps 2013, seules huit banques centrales sur les 60 interrogées détenaient alors une partie de leurs réserves monétaires en actions, et six autres déclaraient avoir l'intention de diversifier leurs placements en y incorporant également des actions (Pringle, Robert et Carver, Nick, éd. 2013. *RBS Reserve Management Trends 2013*, Londres: Central Banking Publications).

graphique 7. De plus, le point à partir duquel une augmentation de la part des actions entraîne une accentuation du risque global (point B') est atteint plus rapidement que sur la courbe de gauche. J'en ai déjà indiqué les raisons: premièrement, nos réserves monétaires peuvent, par définition, être libellées uniquement en monnaies étrangères, et non en francs; deuxièmement, le franc a pour particularité de servir de valeur refuge dans les périodes de forte incertitude dans l'économie et sur les marchés financiers, ce qui se manifeste dans la corrélation négative souvent constatée entre les cours boursiers et la valeur extérieure du franc; enfin, troisièmement, des considérations liées à la politique monétaire nous interdisent de couvrir les risques de change vis-à-vis du franc. Ces spécificités restreignent considérablement l'effet de diversification de nos placements en actions. Elles expliquent en définitive pourquoi la proportion d'actions est en principe plus basse pour la BNS que pour beaucoup d'autres investisseurs. Pour décider quel point situé entre B' et C' nous souhaitons viser sur la frontière efficiente, nous procédons à une analyse d'équilibre entre risque supplémentaire et rendement accru. Actuellement, cette analyse débouche sur la proportion d'actions de 16% qui est la nôtre.

## **La BNS, investisseur passif**

Quelle est la stratégie de placement en actions de la Banque nationale? On peut le résumer en disant qu'elle pratique une gestion passive. En d'autres termes, elle ne procède en principe à aucune sélection de titres. Nous suivons des règles préétablies dans un très vaste univers de placement en actions, qui couvre environ 90% de la capitalisation boursière mondiale. La BNS détient actuellement ainsi environ 6 000 titres différents libellés dans plus de dix monnaies. Nous investissons principalement dans des entreprises à moyenne ou à grande capitalisation, notamment pour satisfaire à nos exigences particulières en matière de liquidités, que j'ai déjà évoquées. Notre portefeuille comprend aussi des actions d'entreprises à petite capitalisation. Si elles en représentent une part limitée en termes de capitalisation, elles forment près des trois quarts de l'éventail de titres détenus, ce qui illustre également l'étendue de notre univers de placement en actions. Le choix des titres est régi par une référence stratégique (*benchmark*), laquelle consiste en une combinaison, définie par nos soins, de divers indices usuels. Une fois la référence stratégique décidée, le processus de placement en actions est largement automatisé.

Mais pourquoi la BNS n'acquiert-elle pas de manière ciblée des actions d'entreprises ou de secteurs dont on peut attendre un rendement supérieur à la moyenne? Pourquoi ne pratiquons-nous pas le *stock picking*? Warren Buffett aurait dit un jour qu'une large diversification est requise seulement lorsque les investisseurs ne comprennent pas ce qu'ils font. Je peux vous rassurer: nos spécialistes en placements connaissent parfaitement leur métier. Si nous recourons à un large univers de placement en actions, c'est donc pour d'autres raisons. Elles sont au nombre de quatre. Premièrement, un éventail de placements aussi large que possible tant du point de vue géographique que sectoriel nous permet d'obtenir un effet de diversification plus marqué dans le segment des actions. Deuxièmement, nous ne pouvons

avoir pour objectif de défendre des intérêts stratégiques, voire politiques, dans des entreprises particulières au moyen de nos placements. Une telle approche pourrait en effet restreindre notre capacité d'action sur le plan monétaire et nous rendrait vulnérable à des attaques. Si nous adoptions une gestion active en privilégiant certaines positions, nous détiendrions rapidement des parts élevées dans certaines entreprises, étant donné la taille de nos réserves de devises. De telles participations risqueraient alors d'être perçues comme étant stratégiques pour la BNS, ce qui n'est pas souhaité. Notre politique de placement garantit que les parts dans les différentes entreprises restent modestes. Troisièmement, la stratégie passive à l'origine de notre large univers de placement nous permet de réduire au minimum notre influence sur le marché, car elle ne mène pas à privilégier certains titres ou secteurs. Enfin, quatrième, notre horizon de placement est le très long terme et couvre plusieurs cycles conjoncturels. Or divers travaux montrent que, sur la durée, il est pratiquement impossible, si l'on tient compte des coûts additionnels, d'être de façon systématique plus performant qu'un large indice boursier<sup>2</sup>.

Il est toutefois deux domaines dans lesquels notre univers de placement connaît des restrictions ciblées. D'une part, nous excluons de notre portefeuille les banques à moyenne ou à grande capitalisation afin d'éviter tout conflit d'intérêts. D'autre part, nous renonçons à acquérir les titres d'entreprises qui contreviennent gravement aux principes éthiques. Permettez-moi de développer ces deux points.

Acheter des actions de banques à moyenne ou à grande capitalisation pourrait engendrer des conflits d'intérêts du fait que la BNS a aussi pour tâche de contribuer à la stabilité du système financier. Or ce rôle peut lui donner un avantage informationnel par rapport au marché pour ce qui a trait à la situation financière de certaines banques. C'est précisément afin d'empêcher qu'elle puisse être soupçonnée de profiter de cet avantage pour optimiser ses placements que nous excluons les titres de ces banques. Cela nous permet par ailleurs d'éviter que des acteurs du marché n'attribuent une quelconque valeur de signal à nos opérations. Puisque nous avons abordé le sujet des conflits d'intérêts, j'aimerais encore souligner que la BNS ne détient par principe pas d'actions d'entreprises suisses à des fins de placement.

Les actions de certaines entreprises doivent-elles être exclues de notre univers de placement pour des raisons d'éthique? C'est une question qui nous occupe depuis longtemps déjà, et au sujet de laquelle la BNS a pris une décision de principe l'année passée: celle de ne pas acquérir de titres d'entreprises qui contreviennent manifestement à certains principes éthiques. Nous appliquons déjà cette décision depuis le quatrième trimestre 2013. Concrètement, nous nous abstenons d'acheter des actions d'entreprises qui produisent des armes prohibées par la communauté internationale, qui violent massivement des droits humains fondamentaux ou qui causent de manière systématique de graves dommages à l'environnement. Nous estimons qu'il est dans l'intérêt de la politique monétaire que la BNS obtienne des rendements solides

---

<sup>2</sup> Voir Carhart, Mark M., 1997. On Persistence in Mutual Fund Performance. *The Journal of Finance* 52 (1): 57-82 et Fama, Eugene F. et Kenneth R. French. 2010. Luck versus Skill in the Cross-Section of Mutual Fund Returns. *The Journal of Finance* 65 (5): 1915-1947.



sur ses placements grâce à une diversification aussi large que possible. Il n'est donc pas question pour nous d'exclure des branches ou des secteurs entiers. Il convient bien plutôt d'écarter les entreprises dont il est clairement établi qu'elles contreviennent gravement aux principes énoncés. Le nombre des entreprises concernées est donc très limité.

Quelle est notre manière de procéder? Nous sommes convaincus que la BNS ne saurait examiner elle-même les pratiques des entreprises en question. A notre avis, identifier ces entreprises ne relève ni de ses tâches ni de ses compétences. C'est pourquoi nous recourons à des analyses réalisées par des institutions reconnues qui disposent de l'expérience requise dans ce domaine. Ces analyses nous servent à examiner régulièrement quelles entreprises répondent aux critères définis.

Vous comprendrez que nous ne livrons pas de détails sur la procédure d'exclusion ni sur les actions concernées. Comme je l'ai dit au début de mon exposé, la BNS s'efforce toujours d'être aussi transparente que possible; elle va plus loin que d'autres banques centrales dans cette direction, notamment pour ce qui a trait à sa politique de placement. Mais nous avons aussi pour principe, et cette approche a fait ses preuves, de ne pas communiquer d'éléments sur les divers prestataires de services auxquels nous recourons dans le cadre de nos activités. Il en va de même pour les indices utilisés et pour les titres détenus. De telles informations pourraient entraîner des mouvements indésirables, ce qui irait à l'encontre de notre principe d'influer le moins possible sur les marchés. De plus, elles pourraient restreindre la marge de manœuvre de la BNS dans sa politique de placement et avoir une incidence négative sur le résultat.

## **Conclusion**

La loi sur la Banque nationale entrée en vigueur en 2004 ouvre à la BNS de nouvelles possibilités en matière de placements. Elle nous a permis de réexaminer de façon systématique et complète notre politique en la matière. En particulier, nous avons pu améliorer nettement le profil risque/rendement de nos réserves de devises grâce à différentes mesures de diversification. Nos placements en actions ont joué un rôle important dans ce processus.

Si la BNS est un grand investisseur actif au niveau mondial, sa tâche principale reste de mener une politique monétaire servant les intérêts de l'économie suisse. Cette tâche influe tant sur le volume de nos placements que sur les critères que nous appliquons à leur gestion. J'ai montré que la primauté de la politique monétaire restreint dans plusieurs domaines les possibilités de notre politique de placement, nous interdisant notamment de couvrir les risques de change vis-à-vis du franc.

Ces restrictions se reflètent de temps en temps dans le résultat annuel de la BNS. Malgré les nouvelles possibilités dont la politique de placement se dote en permanence et malgré l'amélioration du potentiel de rendement qui en découle, il est arrivé ces dernières années que nous enregistrions un résultat négatif. Il n'est pas exclu que cela se reproduise. Du fait du

volume actuel de nos réserves de devises, une perte modeste en pourcentage correspond déjà à un montant élevé en francs.

C'est pourquoi je tiens à souligner une fois de plus que la politique monétaire constitue la tâche principale de la BNS. Et le succès de la Banque nationale ne saurait être jugé sur la base de son résultat annuel; il doit être mesuré uniquement à l'aune de son mandat, qui consiste à assurer la stabilité des prix en tenant compte de l'évolution de la conjoncture. Or pour remplir cette tâche, nous sommes dans la nécessité de maintenir le cours plancher dans l'avenir proche. Nous voici de la sorte revenus à notre point de départ. C'est ainsi l'occasion de le répéter: seul le cours plancher permet de prévenir un durcissement inopportun des conditions monétaires, si la pression à la hausse sur le franc devait reprendre. Nous sommes donc prêts à acheter des devises en quantité illimitée pour le faire prévaloir.

---

# Possibilités et limites de la politique de placement de la BNS

Fritz Zurbrügg

Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Zurich, le 27 mars 2014

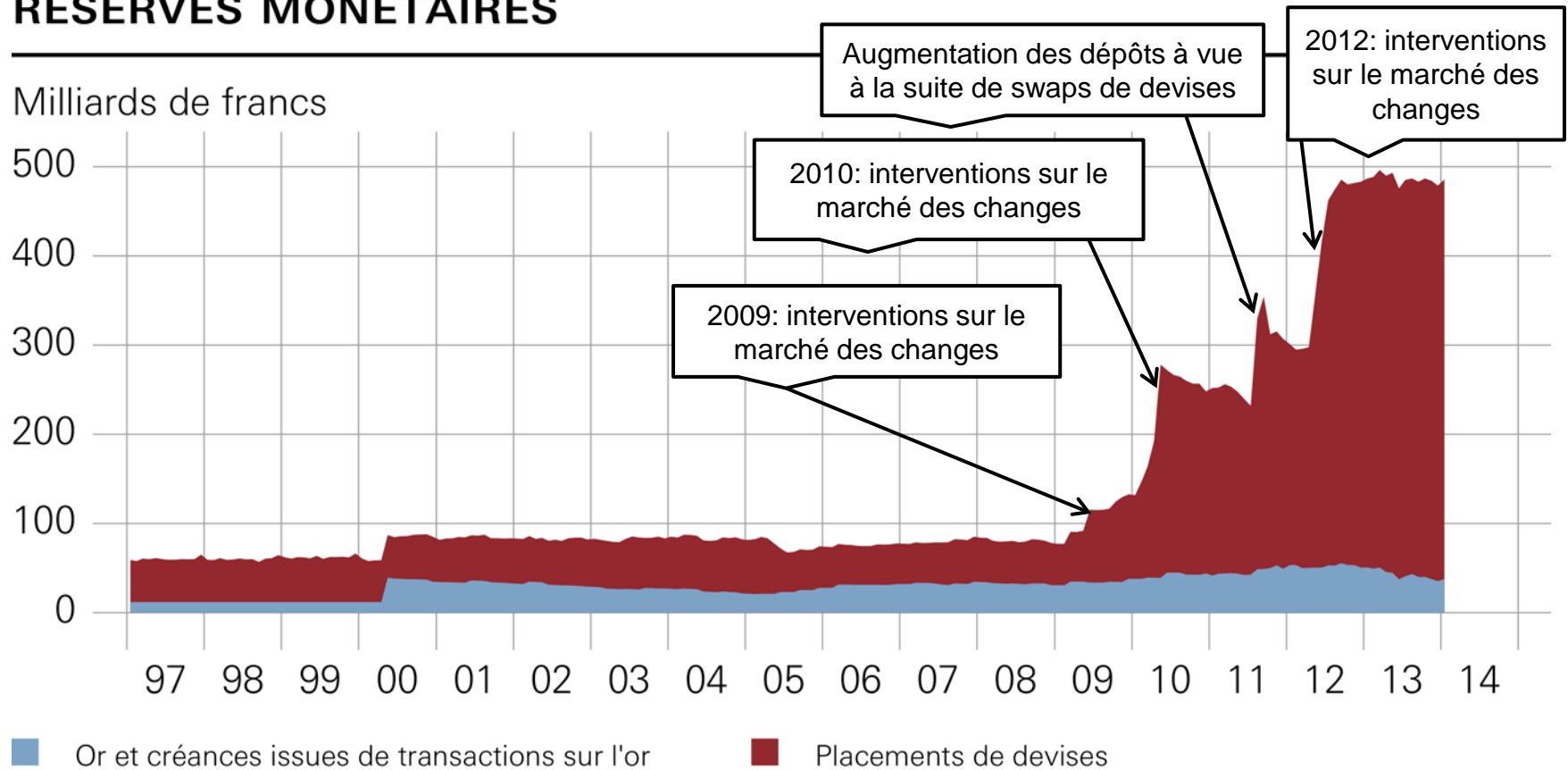
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



# Réserves monétaires de la BNS multipliées par six

## RÉSERVES MONÉTAIRES

Milliards de francs



Source: BNS

# Principales étapes dans l'histoire de la politique de placement de la BNS

---

## 1978: RÉVISION PARTIELLE DE LA LOI SUR LA BANQUE NATIONALE

- Echéance maximale des réserves de devises: passage de 3 à 12 mois

---

## 1997: RÉVISION PARTIELLE DE LA LOI SUR LA BANQUE NATIONALE

- Suppression de l'échéance maximale
- Rendement érigé en objectif

---

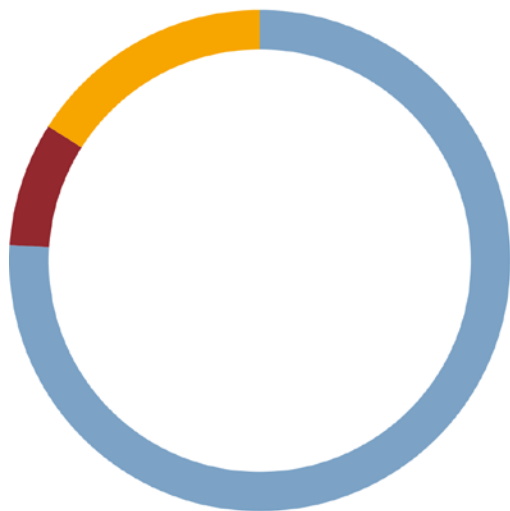
## 2004: RÉVISION TOTALE DE LA LOI SUR LA BANQUE NATIONALE

- Suppression de la plupart des limitations

# Répartition actuelle des réserves de devises

## CATÉGORIES DE PLACEMENTS

T4 2013



- Obligations d'Etat\*, 76%
- Autres obligations , 8%
- Actions, 16%

\*Y compris dépôts auprès de banques centrales et de la BRI

## RÉPARTITION DES MONNAIES

T4 2013

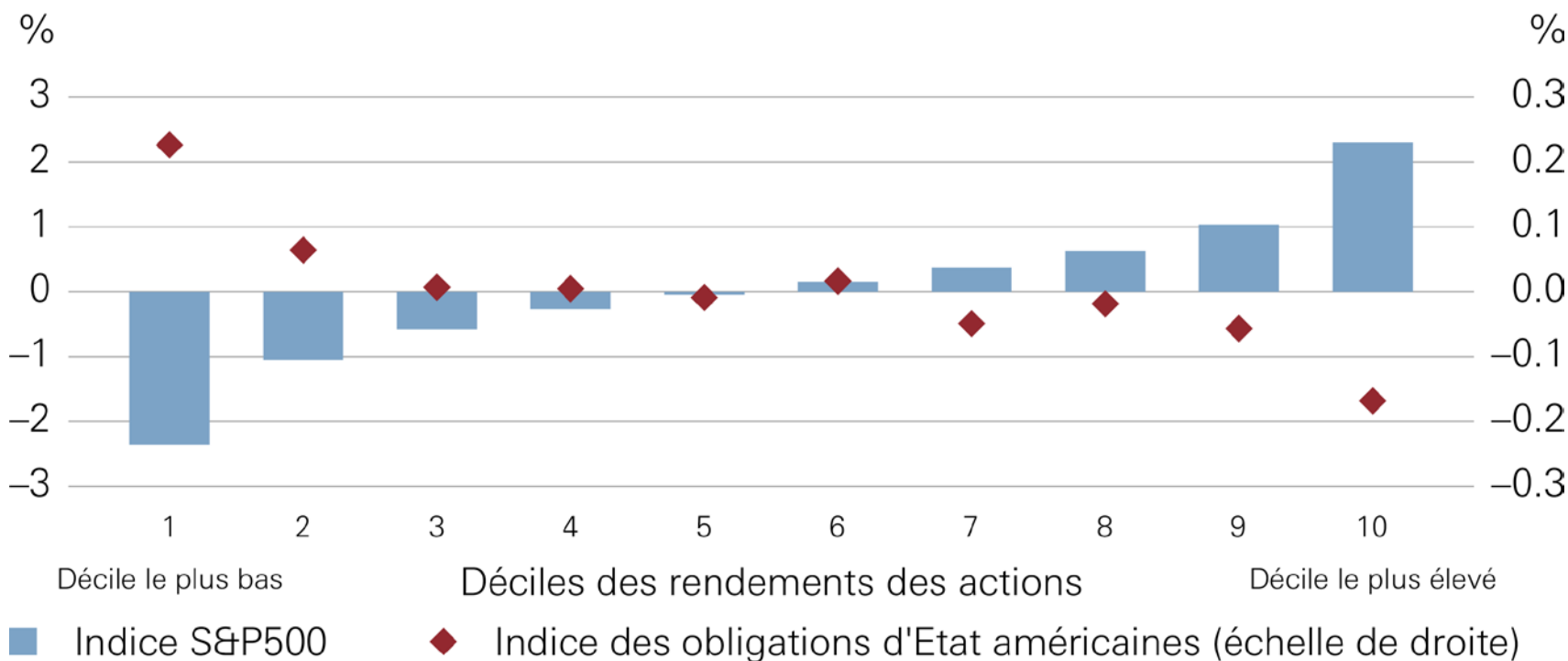


- Euro, 48%
- Dollar des Etats-Unis, 27%
- Yen, 8%
- Livre sterling, 7%
- Dollar canadien, 4%
- Autres, 6%

# Dans les périodes de mauvaises performances des actions, les obligations reprennent de l'importance

## RENDEMENTS COMPARÉS DES OBLIGATIONS ET DES ACTIONS

depuis 1999 (rendements quotidiens)

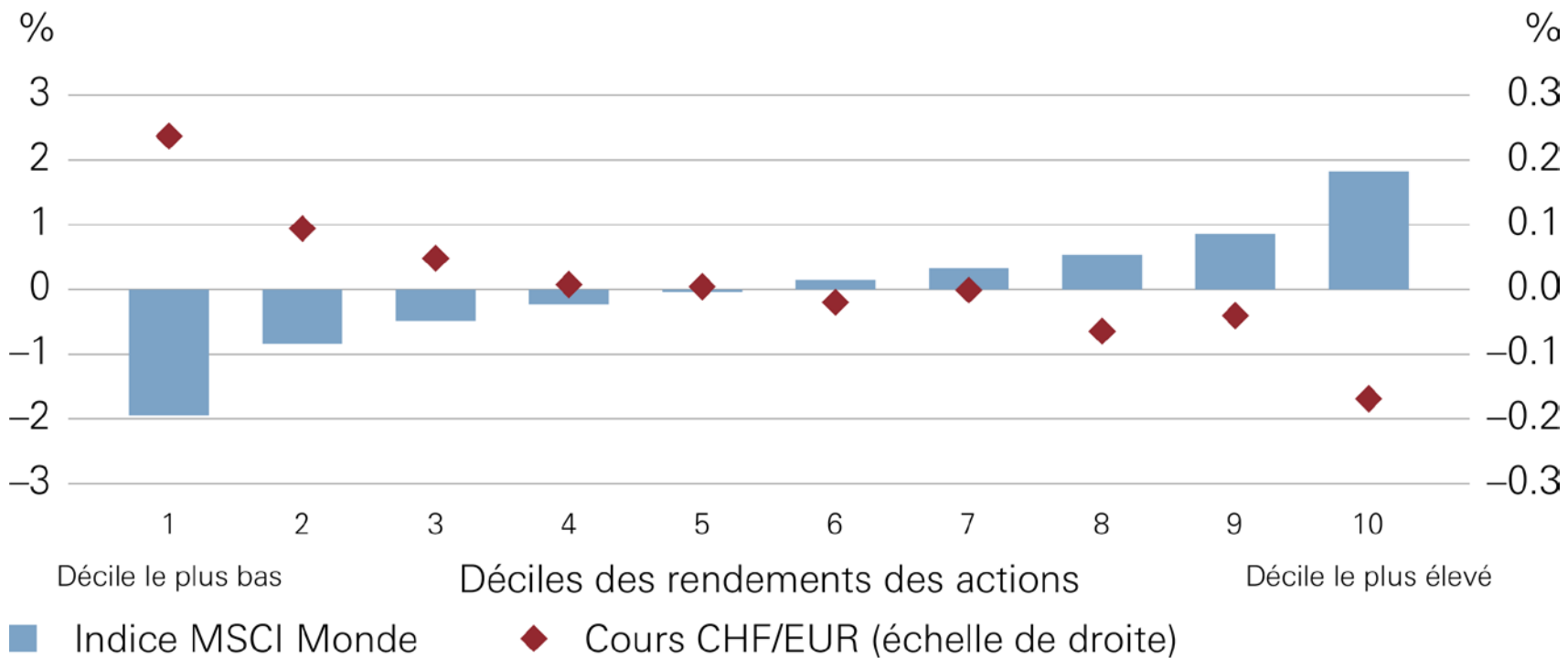


Sources: BNS, Datastream

# Situation particulière de la BNS: le franc perçu comme une valeur refuge

## RENDEMENTS DES ACTIONS ET COURS CHF/EUR

depuis 1999 (rendements quotidiens)

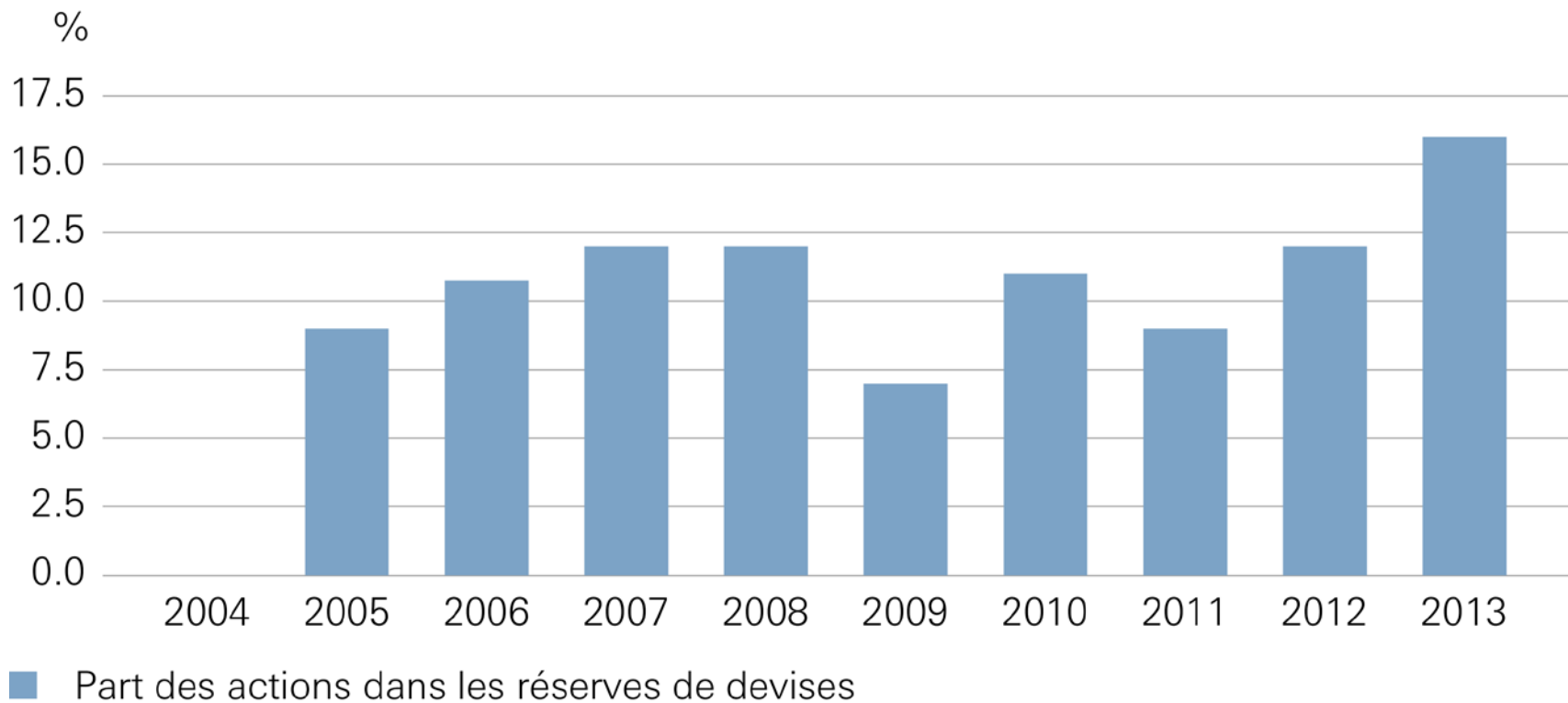


**Sources:** BNS, Datastream



# Augmentation de la part des actions jusqu'à 16%

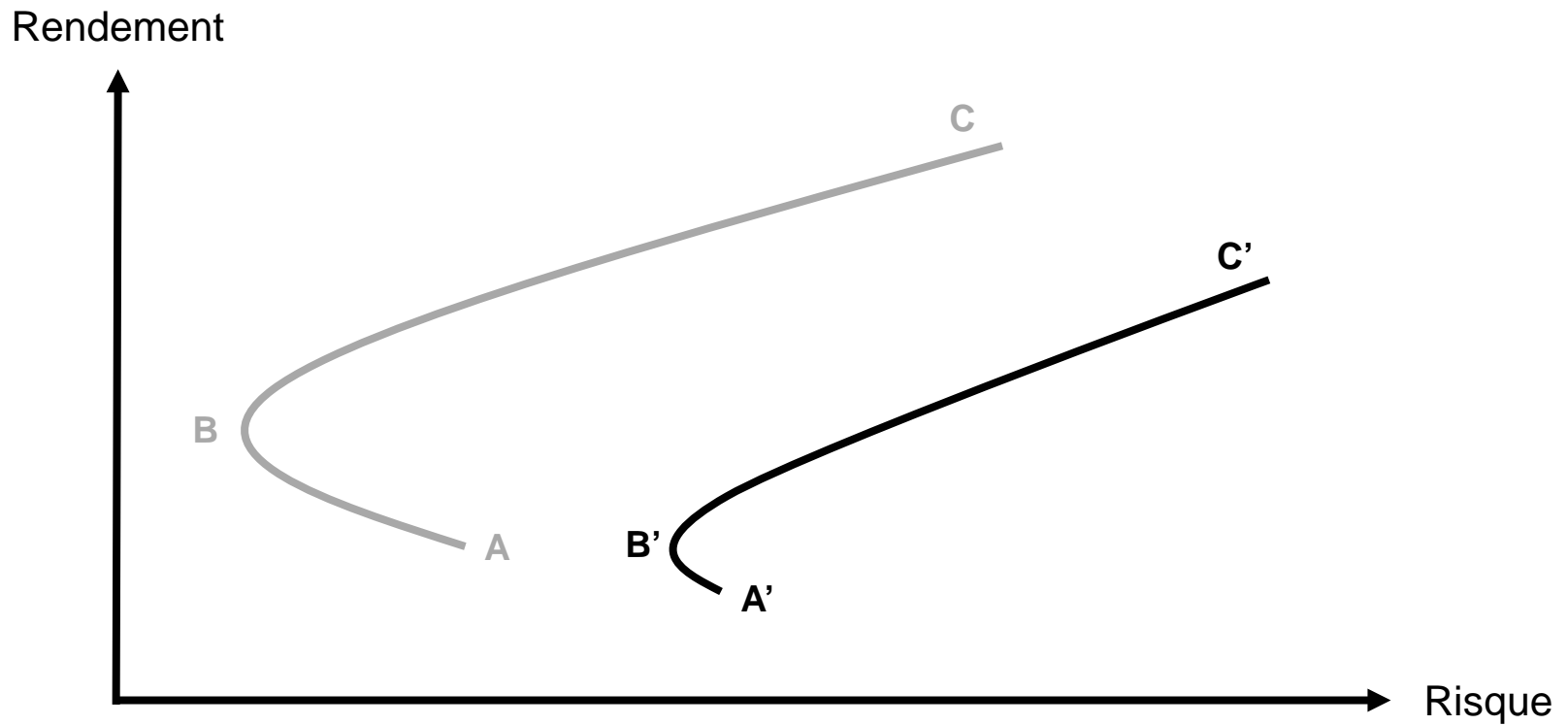
## PART DES ACTIONS DANS LES RÉSERVES DE DEVISES



**Source:** BNS

# Quelle proportion d'actions pour notre portefeuille?

## FRONTIÈRE EFFICIENTE



# La BNS, investisseur passif

---

## UNIVERS DE PLACEMENT EN ACTIONS

- Environ 6 000 titres dans plus de dix monnaies
- Couvre environ 90% de la capitalisation boursière mondiale

---

## POURQUOI LA BNS NE PRATIQUE-T-ELLE PAS LE *STOCK PICKING*?

- Effet de diversification plus marqué dans le segment des actions
- La BNS n'est pas un investisseur stratégique
- Réduction au minimum de notre influence sur le marché
- Presque impossible d'être systématiquement plus performant qu'un indice boursier

---

## EXCLUSIONS

- Banques à moyenne ou à grande capitalisation (conflit d'intérêts)
- Entreprises qui contreviennent gravement à des principes éthiques

# Conclusion

---

- La loi sur la Banque nationale de 2004 a ouvert à la BNS de nouvelles possibilités en matière de placements.
- Elle a permis d'améliorer nettement le profil risque/rendement grâce à différentes mesures de diversification.
- Mais la primauté de la politique monétaire restreint les possibilités de notre politique de placement.
- Il y aura toujours des années présentant un résultat négatif.
- Le succès de la Banque nationale doit être mesuré à l'aune de son mandat, non de son résultat annuel.

---

Je vous remercie de votre attention.

© Banque nationale suisse

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

