

**Embargo jusqu'au**  
31 mars 2016, à 18 heures

---

## **Quelle politique de placement à l'ère des réserves de devises élevées?**

Apéritif «Marché monétaire»

**Andréa M. Maechler**

Membre de la Direction générale\*

Banque nationale suisse

Zurich, le 31 mars 2016

© Banque nationale suisse, Zurich, 2016 (exposé donné en allemand)

---

\* L'auteure remercie Dirk Faltin et Marco Huwiler pour leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé. Elle remercie également Sophie Faber, Peter Kuster, Jonas Stulz et Martin Weder pour leurs commentaires, le Service linguistique de la BNS pour la traduction et Adrian Avdyli pour le traitement des données.

Je vous souhaite la bienvenue au traditionnel Apéritif «Marché monétaire», qui se tient cette fois-ci à Zurich. Je me réjouis que vous soyez aussi nombreux à avoir répondu à notre invitation. L'année dernière, c'est Fritz Zurbrügg, mon collègue à la Direction générale et mon prédécesseur à la tête du 3<sup>e</sup> département, qui vous accueillait ici. La suppression du cours plancher avait eu lieu quelques semaines plus tôt, et la politique monétaire était donc le thème du jour.

Cette année, je souhaiterais me pencher sur la politique de placement de la Banque nationale suisse (BNS). Ces dernières années, la BNS est devenue un important gestionnaire de fortune. Aussi aimerais-je aborder deux questions. Premièrement, quels sont les facteurs qui ont favorisé le gonflement de nos placements de devises? Et deuxièmement, comment la BNS gère-t-elle ses placements de devises? Toutefois, nous ne pouvons faire l'économie de réflexions sur la politique monétaire. C'est pourquoi je reviendrai, à la fin de mon exposé, sur notre politique monétaire actuelle.

### **La croissance de notre bilan, conséquence de nos interventions pour lutter contre la fermeté du franc**

Dans les dernières années, le total du bilan de la BNS s'est fortement accru. Depuis 2008, c'est-à-dire depuis le début de la crise financière mondiale, il a été multiplié par six. A la fin de l'année dernière, il s'inscrivait à environ 640 milliards de francs, montant qui correspond pratiquement à la valeur créée par l'économie suisse en 2015. Cette augmentation du bilan est due à la progression des liquidités en francs et à une expansion importante de nos placements de devises.

Cela m'amène à la première question qui nous occupera ce soir. Quels sont les facteurs qui ont conduit à cette expansion des placements de devises? Nous pouvons répondre à cette question en une phrase: cette expansion est le résultat de mesures de politique monétaire prises par la BNS pour garantir des conditions monétaires appropriées en Suisse. En particulier, les interventions effectuées par la BNS depuis le printemps 2009 sur le marché des changes pour lutter contre l'appréciation du franc ont entraîné un accroissement des placements de devises et par conséquent du bilan de la BNS. Autrement dit, un niveau élevé de placements de devises n'est pas une fin en soi, mais fait partie intégrante de la politique monétaire.

Vous êtes les observateurs de notre politique monétaire, et à ce titre, vous connaissez les raisons qui nous amènent à intervenir sur le marché des changes. La crise qui a éclaté sur les marchés financiers internationaux il y a huit ans a fait bondir la demande de placements sûrs, et par là même celle de francs suisses. Fin 2008, ce phénomène a entraîné une forte appréciation de notre monnaie. La Banque nationale a alors pris plusieurs mesures afin d'accroître le volume des liquidités dans le secteur bancaire et de prévenir un nouveau renforcement du franc par rapport à l'euro. Depuis le printemps 2009, les mesures mises en œuvre comprennent des interventions sur le marché des changes.

En 2009, une certaine stabilisation du cours de change du franc a été enregistrée. Vous pouvez voir sur le **graphique 1** que le cours de l'euro évoluait alors autour de 1,50 franc. Comme vous le savez, cette situation n'a pas duré. Au printemps 2010, les tensions sur les marchés financiers se sont de nouveau brutalement accrues à la suite de la crise de la dette grecque, et on a assisté sur le plan mondial à une nouvelle fuite des capitaux vers des placements sûrs. Dans ce contexte, le franc a subi une très forte pression à la hausse vis-à-vis des principales monnaies. En été 2011, il a même brièvement atteint la parité avec l'euro. Dans cette situation extrême, la BNS a introduit début septembre 2011 le cours plancher de 1,20 franc pour un euro et l'a fait prévaloir par des achats systématiques sur le marché des changes. Le cours plancher était une mesure exceptionnelle et temporaire destinée à endiguer une fermeté généralisée et extraordinaire du franc. Pendant plus de trois ans, il a pleinement rempli son office en stabilisant la situation et en donnant à l'économie suisse le temps de s'adapter.

Toutefois, en 2014, les conditions de change ont de nouveau commencé à évoluer. Ainsi, depuis la mi-2014, les opérateurs s'attendaient de plus en plus à ce que la Réserve fédérale des Etats-Unis augmente ses taux. Dans le même temps, la Banque centrale européenne (BCE) indiquait fin 2014 que des mesures importantes d'assouplissement monétaire seraient de nouveau nécessaires dans la zone euro. Cette situation a favorisé un début d'appréciation du dollar des Etats-Unis et une forte pression à la dépréciation de l'euro. Du fait de l'existence du cours plancher, le franc a suivi l'euro et s'est aussi affaibli face au dollar des Etats-Unis. Il en a découlé une pression accrue sur le cours plancher, ce qui rendait nécessaires des interventions de plus en plus massives. Nous n'étions plus confrontés à une fermeté généralisée du franc, mais à un affaiblissement prononcé de l'euro.

Dans ces conditions fondamentalement modifiées, il n'était plus possible de maintenir le cours plancher sur la durée. Si la BNS avait essayé de le faire, des interventions toujours plus importantes sur le marché des changes lui auraient fait perdre le contrôle de son bilan et, partant, des conditions monétaires en Suisse. Le 15 janvier 2015, la Banque nationale a donc supprimé le cours plancher. Afin d'atténuer la pression à la hausse sur le franc, elle a dans le même temps abaissé l'intérêt négatif sur les avoirs à vue à  $-0,75\%$ . En outre, elle a réaffirmé sa disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes.

Et la BNS ne s'est pas arrêtée là: nos achats de devises ont dépassé les 86 milliards de francs l'année dernière. Une grande partie de ce montant concerne la période qui a immédiatement précédé et suivi la suppression du cours plancher. Après cet événement, le franc a bondi, avant de se stabiliser. Depuis mai 2015, notre monnaie s'est de nouveau légèrement affaiblie. Dans la période la plus récente, le cours du franc par rapport à l'euro ne dépassait plus que de 10% environ la valeur qu'il affichait juste avant la suppression du cours plancher. Notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes demeure un élément essentiel pour lutter contre une fermeté excessive du franc et les conséquences négatives de celle-ci sur l'économie et la stabilité des prix en Suisse.

Quelles relations y a-t-il entre nos achats de devises, le cours de change du franc et l'expansion de notre bilan? Permettez-moi de vous l'expliquer en m'appuyant sur le compte

financier et sur la balance des transactions courantes. Cette dernière recense principalement les échanges de biens et de services avec l'étranger ainsi que les flux de revenus transfrontières. En Suisse, elle est régulièrement excédentaire depuis un demi-siècle<sup>1</sup>. Cet excédent structurel a deux raisons principales. Premièrement, la Suisse est un exportateur net, c'est-à-dire qu'elle produit davantage de biens et de services que ce qui est nécessaire pour satisfaire la demande intérieure. Deuxièmement, les résidents suisses détiennent d'importants actifs à l'étranger, qui leur permettent d'enregistrer des recettes sous la forme d'intérêts et de dividendes.

Le produit des exportations d'une part, et celui des intérêts et des dividendes d'autre part sont réalisés à l'étranger et, en règle générale, réinvestis à l'étranger. Ces investissements sont recensés en tant qu'exportations de capitaux du secteur privé dans le compte financier. Ils sont représentés par les barres rouges du **graphique 2**. Jusqu'à 2007, le compte financier était constitué pour l'essentiel des exportations de capitaux du secteur privé.

Cette situation a changé radicalement en 2008, avec la crise financière mondiale. L'incertitude s'est fortement accrue. Les entreprises suisses ont cessé de réinvestir à l'étranger une part des revenus générés par leurs exportations, et se sont mises à les placer en Suisse. En outre, les investisseurs – parmi lesquels on comptait des investisseurs institutionnels et des banquiers privés – tant en Suisse qu'à l'étranger se sont mis à rechercher des placements sûrs en Suisse. Cette situation a entraîné un accroissement rapide de la demande de francs, ce qui a conduit notre monnaie à connaître des périodes de surévaluation extrême.

Pour y faire face, la BNS a commencé à acheter des monnaies étrangères contre des francs sur le marché des changes. D'un point de vue statistique, elle a ainsi exporté des capitaux: les exportations de capitaux du secteur public ont par conséquent augmenté. Ce phénomène est visible sur les barres bleues du graphique. Sans ces interventions, le franc se serait encore plus apprécié, ce qui aurait eu des conséquences négatives tant pour notre économie que pour la stabilité des prix en Suisse. Autrement dit, en achetant des devises, la Banque nationale a fait absorber depuis longtemps par son bilan le risque de change que le secteur privé n'est plus prêt à supporter.

Lorsque nous achetons des devises contre des francs, celles-ci apparaissent comme principal élément, à l'actif de notre bilan, du poste *Placements de devises*. Ce poste est représenté par la surface bleu clair du **graphique 3**<sup>2</sup>. Mais d'autre part, nos achats de devises entraînent une augmentation des liquidités en francs, et par conséquent de la monnaie centrale.

L'accroissement de la monnaie centrale se répercute, au passif du bilan, sur les avoirs à vue des banques. Nous le voyons dans la zone rouge du graphique.

---

<sup>1</sup> Jordan, Thomas (2013): *Le cours plancher et l'excédent de la balance des transactions courantes sont conciliables*, exposé présenté au Peterson Institute for International Economics, Washington D.C., 8 octobre 2013.

<sup>2</sup> Les réserves de devises se composent des placements de devises, après déduction des pensions de titres réalisées dans le cadre de la politique de placement et des autres engagements en monnaies étrangères.

Les réserves de devises de la Banque nationale ne constituent donc pas des fonds propres ou des actifs «véritables» car elles sont la contrepartie d'engagements. Leur existence découle de la création de monnaie rendue nécessaire dans le cadre de la politique monétaire. Il est donc impératif qu'elles soient en tout temps disponibles pour les besoins de notre politique monétaire. Lorsque les flux de capitaux se normaliseront durablement, il est par conséquent probable que le bilan de la BNS pourra être réduit à long terme.

Mais tant que la politique monétaire l'exigera, les placements de devises de la BNS demeureront élevés. Si la politique monétaire le rend nécessaire et aussi longtemps que les avantages l'emporteront sur les inconvénients, la BNS continuera de prendre des mesures qui entraîneront l'expansion de son bilan, et elle en assumera les risques.

### **Une gestion des actifs de la BNS moderne et professionnelle**

J'en viens maintenant à ma deuxième question. Comment la BNS gère-t-elle ses placements de devises? S'il fallait caractériser la gestion des placements de devises de la BNS en deux mots, nous dirions qu'elle est à la fois professionnelle et peu onéreuse. La BNS a mis en place depuis longtemps une gestion moderne de ses actifs. Depuis l'entrée en vigueur de la révision de la loi sur la Banque nationale en 2004, notre marge de manœuvre en matière de placements n'a presque pas de limites. La BNS utilise cette liberté afin d'optimiser la structure de ses placements. Ainsi, elle y a inclus des obligations d'entreprises dès 2004, et des actions dès 2005.

L'expansion considérable de notre bilan ces dernières années a encore accru l'importance de la question de la diversification. En la matière, la BNS va plus loin qu'il n'est généralement d'usage pour une banque centrale. A des fins de diversification, la Banque nationale examine en permanence de nouvelles monnaies, catégories et possibilités de placements sur des marchés développés comme sur des marchés émergents. L'année dernière, la Banque nationale a ainsi élargi son univers de placement en y intégrant des investissements en obligations d'Etat chinoises et en actions de marchés émergents.

Le processus de placement et de contrôle des risques de la BNS est structuré de manière semblable à celui des grands gestionnaires de fortune institutionnels. Comme vous le voyez dans le **graphique 4**, ce processus peut être subdivisé en cinq étapes: la politique de placement, la stratégie de placement, la définition des directives et des indices de référence, la mise en œuvre – dont font partie l'allocation tactique des valeurs patrimoniales et la gestion du portefeuille – et enfin, le contrôle des risques.

La politique de placement de la BNS fixe le cadre de la gestion des actifs et arrête les objectifs supérieurs de placement. Elle définit les exigences en matière de sécurité et de liquidité des placements. Elle établit de plus les monnaies, les catégories de placements, les instruments de placement et les débiteurs entrant en ligne de compte. Sur cette base, elle fixe une allocation à long terme des réserves de devises.

La Direction générale s'appuie sur cette allocation à long terme pour élaborer une stratégie concrète de placement à un horizon d'une année pour les différentes catégories de placements, et fixe la marge de manœuvre à disposition sur le plan opérationnel. La stratégie de placement s'appuie sur une analyse de l'évaluation des différentes catégories de placements. En fonction du résultat de l'évaluation, il est possible de fixer une répartition des monnaies, une part des actions ou une durée des obligations qui s'écartent quelque peu de l'allocation à long terme.

La troisième étape correspond à la mise en œuvre de la stratégie de placement. L'unité Gestion des risques établit les directives de placement, les limites et les indices de référence nécessaires. Elle détermine en outre les écarts tactiques autorisés par rapport à la stratégie de placement. Ces paramètres sont essentiels pour la quatrième étape, à savoir la mise en œuvre de la stratégie de placement. L'allocation tactique des placements est décidée par un comité interne de placement qui, dans le cadre des marges prédéfinies, adapte périodiquement aux conditions du marché certaines variables comme les parts des monnaies, les durées ou les parts des différentes catégories de placement.

La grande majorité des placements sont gérés par des gestionnaires de portefeuilles internes, mais des gestionnaires de fortune externes jouent également un rôle important, pour développer efficacement certaines catégories de placements ou pour permettre des comparaisons de performance avec les gestionnaires de portefeuille internes. Ces comparaisons ont toujours montré que la gestion de portefeuille de la BNS est peu onéreuse et fournit de bons résultats à long terme.

Le processus de placement se conclut par une cinquième étape, à savoir le contrôle des risques. Cette étape comprend le contrôle du respect des directives et des limites et une mesure de la performance. Elle comporte également la saisie, l'évaluation et la surveillance quotidiennes des risques financiers déterminants. En complément, des analyses de sensibilité et des scénarios de crise sont régulièrement élaborés, et leur résultat est transmis à la Direction générale et au comité des risques du Conseil de banque. Le processus de placement et le contrôle des risques sont largement séparés sur le plan organisationnel, ce qui garantit l'efficacité du contrôle des risques.

### **Primauté de la politique monétaire sur la politique de placement**

Les processus de placement et de risque sont structurés d'une manière similaire à la BNS et chez les gestionnaires de fortune, mais des différences notables existent. La BNS est en effet une banque centrale: à ce titre, les objectifs de politique monétaire l'emportent toujours sur la politique de placement. Dans ce cadre, pour définir la politique de placement de nos réserves de devises, nous nous basons sur les critères de sécurité, de liquidité et de rendement. La pondération de ces critères est déterminée par la fonction des réserves de devises dans la politique monétaire. Afin de préserver la marge de manœuvre de la BNS dans la conduite de la politique monétaire, le critère de liquidité se voit attribuer une pondération élevée. Comme il est d'usage chez les banques centrales, nous plaçons donc une partie importante de nos

réerves de devises dans des obligations d'Etat de très bonne qualité. Comme vous le voyez sur le **graphique 5**, la part de ces placements était de plus de 70% fin 2015.

L'horizon de placement de la BNS se déploie sur le très long terme. Pour tenir compte de l'aspect de la sécurité dans ce contexte, la Banque nationale structure ses placements de telle sorte que l'on puisse s'attendre au moins au maintien de la valeur réelle à long terme. Après la liquidité et la sécurité, la dimension du rendement est donc également importante. Afin d'améliorer le rapport risque-rendement à long terme, la BNS s'expose à certains risques de taux d'intérêt, risques sur actions, risques de crédit et risques de liquidité, en tenant compte, de manière ciblée, des primes de risque correspondantes. Grâce à la diversification des placements, ces risques sont répartis aussi largement que possible. Ainsi, outre les obligations d'Etat dans les principales monnaies de placement, d'autres catégories de placement sont prises en considération, comme les obligations d'entreprises et les actions. La part des actions, qui s'inscrit actuellement à 18%, augmente le rendement attendu de notre portefeuille.

### **Les défis posés par le placement de réserves de devises élevées**

La Banque nationale compte parmi les investisseurs les plus importants du monde. Fin 2015, ses réserves de devises atteignaient environ 560 milliards de francs. La gestion de placements de devises substantiels pose des défis spécifiques. J'aimerais en examiner trois en particulier et expliquer brièvement comment nous y faisons face. Le premier défi concerne la variabilité des résultats des placements, qui a augmenté en chiffres absolus, le deuxième porte sur les aspects non financiers, qui jouent un rôle de plus en plus significatif dans notre portefeuille d'actions diversifié à l'échelle mondiale, et le troisième a trait aux conditions de liquidité de certains marchés.

Examinons le premier défi. Compte tenu du volume des réserves de devises de la Banque nationale, les résultats des placements, exprimés en chiffres absolus, peuvent varier considérablement d'une année à l'autre. Les deux dernières années le montrent très bien: en 2015, la BNS a affiché une perte de plus de 23 milliards de francs, tandis qu'en 2014, elle a enregistré un bénéfice supérieur à 38 milliards.

Une analyse de la composition et des rendements des placements montre clairement que cette volatilité découle principalement des fluctuations des cours de change. Cette situation ressort du **graphique 6**. Les barres rouges indiquent que les rendements des placements en monnaies locales étaient toujours positifs ces quinze dernières années. En revanche, si l'on tient compte du cours de change du franc, les rendements – représentés par les barres bleues – étaient très souvent négatifs. Certaines années, la forte appréciation de la monnaie helvétique a même eu pour conséquence que le rendement effectif en francs était négatif. Celui-ci est représenté dans le présent graphique par des triangles jaunes.

Le **graphique 7** montre que ces 35 dernières années, le risque de change constituait plus de 80% du risque global auquel notre portefeuille était exposé. Le risque de change ne peut pas être couvert, car les mesures qu'il faudrait prendre pour cela augmenteraient la pression à la hausse sur le franc. Sa couverture compromettrait donc les objectifs visés par la politique

monétaire. Nous devons accepter le risque de change comme un élément indissociable des réserves de devises. Des bénéfices ou des pertes s'élevant à des dizaines de milliards pourront donc apparaître également à l'avenir. Il est par conséquent primordial que nous constituions des réserves suffisamment élevées dans les années où nous enregistrons des bénéfices.

J'en viens maintenant au deuxième défi, qui est lié aux placements en actions. Le portefeuille d'actions de la BNS a une valeur d'environ 100 milliards de francs actuellement. Ce stock considérable a pour conséquence que la BNS est confrontée, comme d'autres investisseurs, à des questions d'éthique et de gouvernement d'entreprise. La Banque nationale attache une grande importance à la responsabilité qui lui incombe en tant que détentrice d'un volume considérable d'actions. Elle s'efforce d'éviter les conflits d'intérêt. De plus, elle a étudié les questions relatives aux critères d'exclusion et à l'exercice des droits de vote et édicté des règles spécifiques.

Pour effectuer ces placements, la BNS investit dans le cadre d'une gestion indicielle. Elle ne procède donc pas à une sélection de titres. Si nous agissions différemment, nous pourrions rapidement détenir, compte tenu du volume de nos réserves de devises, des parts élevées dans certaines entreprises, qui risqueraient d'être perçues comme des participations stratégiques de la BNS. Notre approche garantit que les parts dans les différentes entreprises restent aussi faibles que possible.

Ainsi, nous renonçons à acquérir des actions de banques et d'autres établissements similaires internationaux à moyenne ou à grande capitalisation domiciliés dans des pays industrialisés. La même exclusion concerne les actions d'entreprises qui produisent des armes prohibées par la communauté internationale, qui violent massivement les droits humains fondamentaux ou qui causent de manière systématique de graves dommages à l'environnement.

En 2015, la Banque nationale a exercé pour la première fois ses droits de vote aux assemblées générales des actionnaires. Elle s'est d'abord concentrée sur des entreprises à moyenne ou à grande capitalisation de la zone euro. Dans l'exercice de ses droits de vote, elle s'est restreinte à des aspects relatifs à la bonne gestion de l'entreprise. Pour ce qui est de l'exercice des droits de vote et de l'exclusion de certains titres, la BNS fait appel à des sociétés externes.

J'aimerais à présent aborder le troisième défi – la liquidité du marché. Celle-ci s'est dégradée sur certains marchés. Il est difficile d'estimer la liquidité effective des différents marchés financiers, car aucun critère ne tient compte de toutes les dimensions de cette liquidité. La situation s'est détériorée en particulier sur le marché des obligations d'entreprises. Sur le **graphique 8**, la ligne bleue reflète par exemple le fait que depuis 2007, les teneurs de marché aux Etats-Unis ont diminué de plus de la moitié leurs placements dans des obligations d'entreprises, alors que le marché s'est nettement accru pendant la même période.

Outre le niveau de la liquidité du marché, la résilience de celle-ci joue un rôle important pour les intervenants sur les marchés de même que pour la stabilité financière. Ces dernières

années, nous avons observé à plusieurs reprises que la liquidité du marché pouvait diminuer rapidement et fortement dans des situations de crise<sup>3</sup>.

Les jours où la volatilité a brusquement augmenté sans raison apparente ont notamment marqué les esprits. Un tel cas s'est par exemple produit en octobre 2014 aux Etats-Unis, où le rendement des emprunts d'Etat à dix ans a chuté de 37 points de base en une seule journée. Un phénomène semblable a été observé au Japon il y a quelques semaines: le rendement des obligations d'Etat à trente ans a reculé de 26 points de base en une journée. Les deux histogrammes de la **diapositive 9** reflètent les variations exceptionnelles que les prix ont subies aux dates en question. Ils indiquent, depuis 2001, la fréquence de certaines variations de rendement observées dans le courant d'une journée respectivement pour les emprunts d'Etat américains et pour les emprunts d'Etat japonais. Des variations d'une ampleur telle que celle reproduite dans les deux histogrammes sont extrêmement rares. Elles font craindre que les marchés soient exposés à tout moment à des perturbations comparables.

Que signifient pour la BNS les changements au niveau de la liquidité du marché? Sur le plan opérationnel de la gestion du portefeuille, nous ressentons les effets d'une situation plus difficile en matière de liquidité pour ce qui est des obligations d'entreprises. La principale difficulté résulte du fait que le négoce porte de plus en plus souvent sur une portion relativement faible des obligations d'entreprises en cours. Il est ainsi devenu plus ardu et plus coûteux qu'avant la crise financière d'effectuer des achats ou des ventes à grande échelle.

Ces changements ont rendu nécessaires quelques adaptations dans la gestion des portefeuilles d'obligations d'entreprises. La BNS a renforcé ses activités d'achat sur le marché primaire et élargi le cercle des contreparties. Selon la situation de liquidité, les opérations doivent en outre être effectuées par tranches plus petites. De ce fait, la gestion des portefeuilles d'obligations d'entreprises est plus onéreuse et plus exigeante.

En revanche, pour les emprunts d'Etat de bonne qualité, les marchés restent très liquides. Les fluctuations de prix à court terme n'ont aucun effet restrictif sur la gestion des emprunts d'Etat dans notre portefeuille. Comme je l'ai déjà souligné, notre horizon de placement est très long. La durée de détention de nos placements s'étend sur au moins un cycle conjoncturel entier, et nous ne sommes pas contraints de vendre en situation de crise. A la différence des fonds de placement par exemple, nous ne risquons pas de voir les investisseurs exiger, en période de turbulences sur les marchés, la reprise de leurs parts et, partant, la vente précipitée des placements.

Au contraire, dans une période de volatilité accrue, notre activité de placement nous permet, dans une certaine mesure, de stabiliser les prix sur les marchés concernés. Il s'agit en l'occurrence d'un effet de rééquilibrage. Lorsque, dans certaines catégories de placements, des baisses sensibles de prix ont pour conséquence que les parts effectives détenues dans

---

<sup>3</sup> FMI. 2015. «La liquidité de marché est-elle résiliente ou éphémère?» *Rapport sur la stabilité financière dans le monde*, octobre 2015.

notre portefeuille diminuent et s'inscrivent à un niveau nettement inférieur à la pondération stratégique, nous procédons aux achats nécessaires pour rétablir cette pondération.

## **Le placement des réserves de devises et la politique monétaire dans un contexte de taux d'intérêt bas**

Aux défis spécifiques posés par le placement de réserves de devises élevées s'ajoutent des défis qui touchent pratiquement tous les investisseurs. Je pense en premier lieu au bas niveau général des taux d'intérêt. Comme le montre le **graphique 10**, le volume du marché des emprunts d'Etat à rendement négatif s'est fortement accru depuis 2014. Il atteint actuellement quelque 7 billions de dollars des Etats-Unis ou près de 25% du marché mondial<sup>4</sup>.

Le contexte actuel caractérisé par des taux d'intérêt bas, voire négatifs, est un phénomène dont les causes remontent à quelque temps déjà. Comme le met en évidence le **graphique 11**, le niveau des taux d'intérêt baisse à l'échelle mondiale depuis le milieu des années 1980<sup>5</sup>. Ce recul des taux s'explique par plusieurs facteurs structurels, tels que l'évolution démographique et une faible progression de la productivité. De plus, le contexte caractérisé par plusieurs années de taux d'intérêt extrêmement bas est aussi une conséquence de la crise économique et financière mondiale. Le volume élevé de l'épargne et l'activité d'investissement modeste sur le plan mondial exercent une pression supplémentaire à la baisse sur les taux d'intérêt, suivant la loi de l'offre et de la demande. A ces éléments s'ajoutent les mesures de politique monétaire prises par les banques centrales pour combattre la crise financière et le bas niveau de l'inflation.

Les mesures déployées par la Banque nationale ne font pas exception. En effet, nous ne pouvons pas nous soustraire à l'influence du contexte international. En Suisse, les taux d'intérêt sont traditionnellement plus bas qu'à l'étranger. Cette situation s'explique par le rôle du franc suisse comme valeur refuge. Les investisseurs acceptent un rendement relativement bas en échange d'une sécurité accrue. Cependant, à la suite de la crise financière, les taux d'intérêt se sont repliés moins fortement en Suisse qu'à l'étranger. L'écart de taux par rapport à l'étranger s'est rétréci, ce qui a rendu le franc encore plus attractif.

Le taux d'intérêt négatif contribue à rétablir la différence entre les taux suisses et étrangers. Il réduit l'attractivité des placements en francs et, partant, la pression exercée sur le cours de change de notre monnaie. Nous sommes conscients du fait que les coûts induits par le taux d'intérêt négatif ne sont pas négligeables. Mais, sans cet instrument, le franc s'apprécierait encore davantage, ce qui représenterait une charge plus lourde pour l'économie. Aussi la BNS se retrouve-t-elle face à des arbitrages délicats lors de ses décisions de politique monétaire. Je

---

<sup>4</sup> Ces chiffres se fondent sur le World Sovereign Bond Index établi par Bank of America Merrill Lynch. Cet indice englobe plus de 2 000 emprunts d'Etat dont la durée résiduelle est d'un an au moins et qui satisfont à des exigences minimales concernant le volume des émissions.

<sup>5</sup> Le taux nominal du G7 correspond aux taux des emprunts d'Etat à dix ans, pondérés par le produit intérieur brut exprimé en termes nominaux et enregistrés dans les pays suivants: Etats-Unis, Japon, Allemagne, Royaume-Uni, France, Italie et Canada.

suis néanmoins convaincue que, compte tenu des circonstances, cette politique monétaire servira au mieux l'intérêt général du pays.

Lors de notre dernier examen trimestriel de la situation économique et monétaire, nous avons donc décidé de poursuivre notre politique monétaire expansionniste. Le taux d'intérêt appliqué aux avoirs à vue détenus à la BNS reste fixé à  $-0,75\%$ . Dans le même temps, la Banque nationale reste disposée à intervenir sur le marché des changes afin d'influer au besoin sur l'évolution des cours de change. Malgré un léger fléchissement, le franc demeure nettement surévalué. Cette situation a un impact sur la croissance économique. L'année dernière, l'économie suisse a affiché une croissance d'à peine  $1\%$ . Pour l'année en cours, nous tablons sur une croissance de  $1\%$  à  $1,5\%$ . Cependant, les incertitudes sont grandes, et le contexte reste difficile.

Le renchérissement s'est établi à un niveau très bas en 2015, à savoir à  $-1,1\%$ . Celui-ci s'explique en premier lieu par la chute du cours du pétrole et par l'appréciation du franc qui a découlé de la suppression du cours plancher. Ces deux facteurs n'ont toutefois qu'un effet passager. Pour 2016, nous escomptons un taux d'inflation de  $-0,8\%$ . Du point de vue de la Banque nationale, il est primordial de ramener à moyen terme l'inflation dans la zone assimilée à la stabilité des prix. Selon notre prévision actuelle, cet objectif sera atteint. En effet, le **graphique 12** montre que le taux d'inflation quittera la zone négative en 2017, dans l'hypothèse d'un Libor à trois mois maintenu à  $-0,75\%$ .

Je termine mon exposé sur cette note légèrement optimiste. Je vous remercie de votre attention et donne la parole à mon collègue Dewet Moser, qui va s'exprimer sur les défis posés par la mise en œuvre de la politique monétaire en périodes de turbulences.

---

# Quelle politique de placement à l'ère des réserves de devises élevées?

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Zurich, le 31 mars 2016

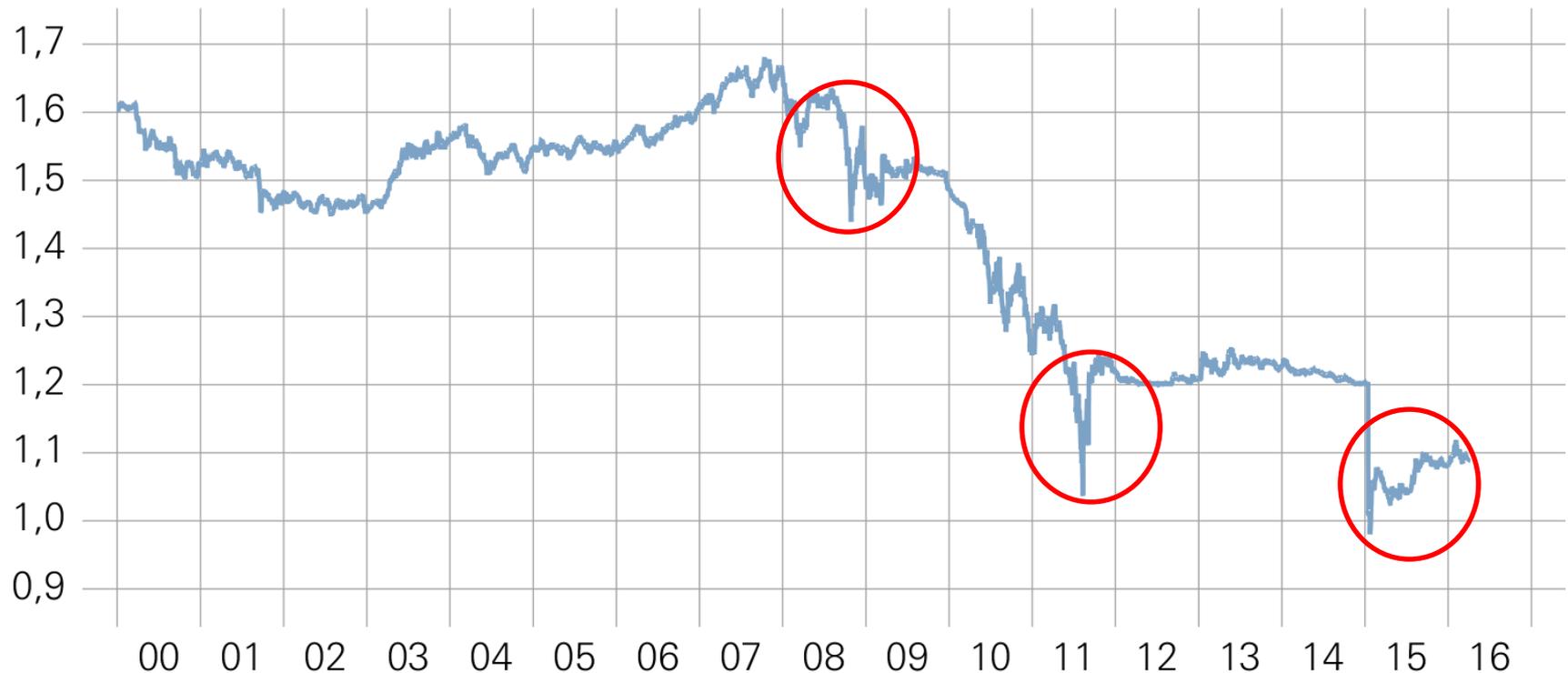
SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK  
BANQUE NATIONALE SUISSE  
BANCA NAZIONALE SVIZZERA  
BANCA NAZIUNALA SVIZRA  
SWISS NATIONAL BANK



# Depuis la crise financière, la politique monétaire fait face à une forte appréciation du franc

## COURS DE L'EURO EN FRANCS

Francs pour un euro

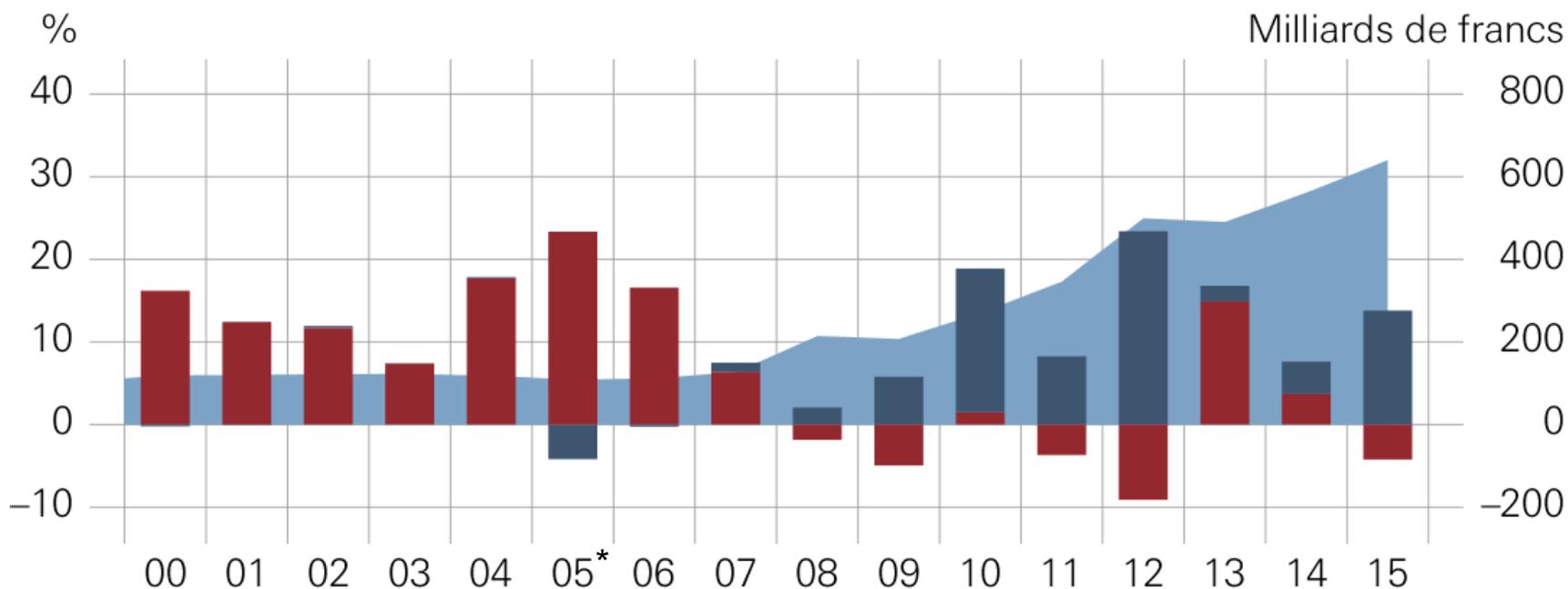


Sources: Bloomberg et BNS.

# Les flux de capitaux du secteur public montrent que la BNS supporte certains risques à la place du secteur privé

## FLUX DE CAPITAUX DU SECTEUR PUBLIC ET DU SECTEUR PRIVÉ

Flux nets, en % du PIB annuel



■ Flux nets de capitaux du secteur privé  
■ Flux nets de capitaux du secteur public

■ Total des actifs de la BNS (éch. de dr.)

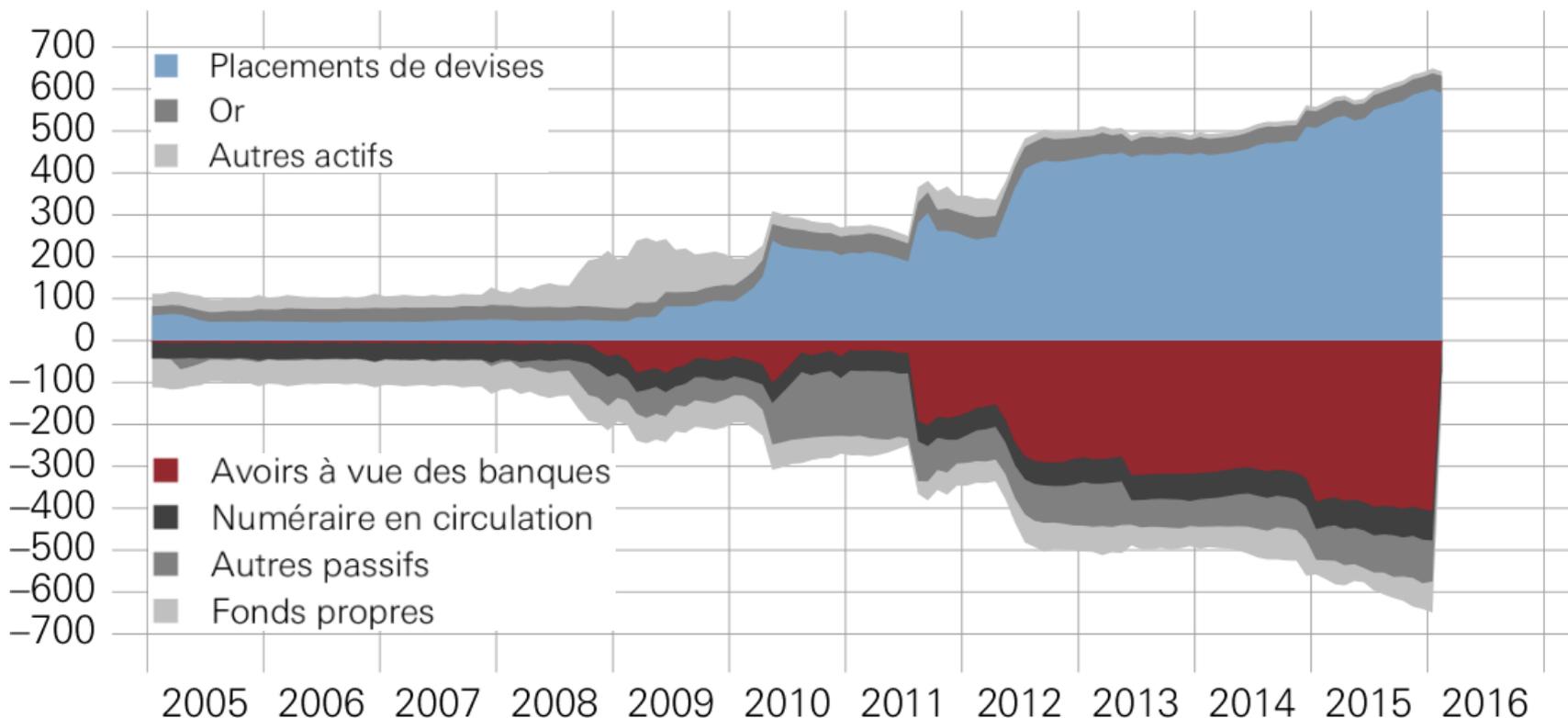
\* En 2005, le produit des ventes d'or de la Banque nationale a été attribué à la Confédération et aux cantons. Ces opérations ont entraîné une diminution des réserves monétaires.

Source: BNS.

# La forte croissance du bilan de la BNS, conséquence directe de la politique monétaire

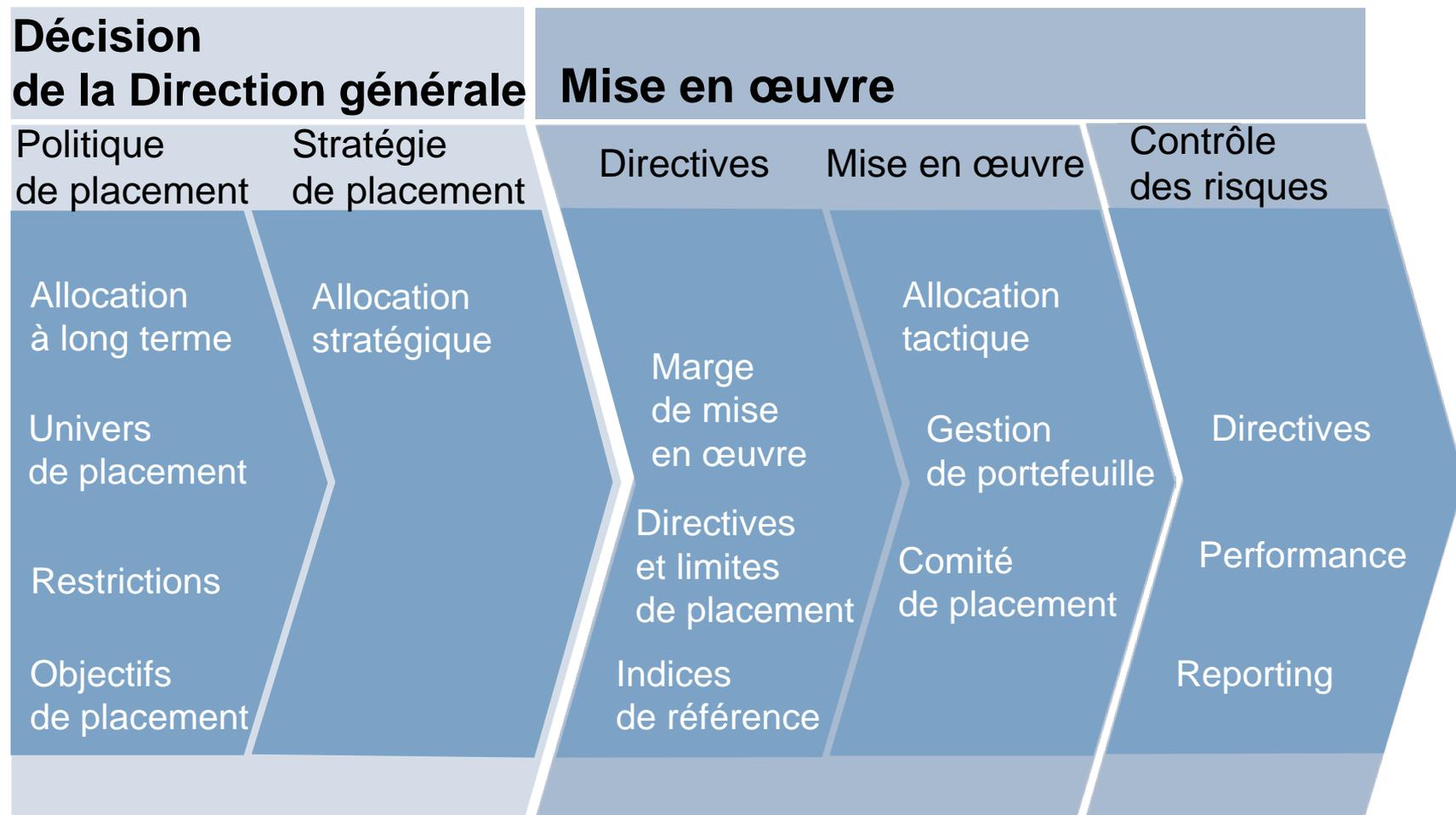
## EVOLUTION DU BILAN

Milliards de francs



Source: BNS.

# La gestion des actifs de la BNS est moderne et professionnelle

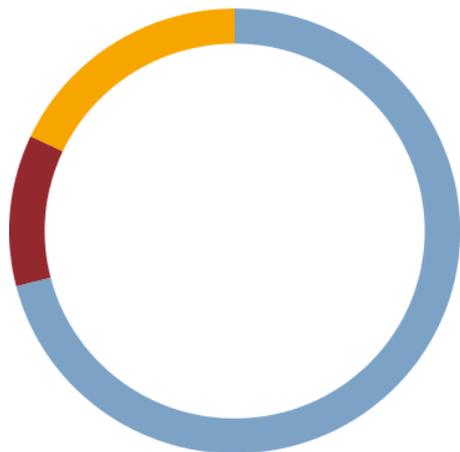


Source: BNS.

# Les placements de la BNS sont bien plus diversifiés que ceux d'autres banques centrales

## RÉSERVES DE DEUISES: VENTILATION SELON LA CATÉGORIE DE PLACEMENT

Au 31.12.2015



- Obligations d'Etat\*, 71%
- Autres obligations, 11%
- Actions, 18%

\*dont les dépôts auprès de banques centrales et à la BRI.

## RÉSERVES DE DEUISES: VENTILATION SELON LA MONNAIE

Au 31.12.2015



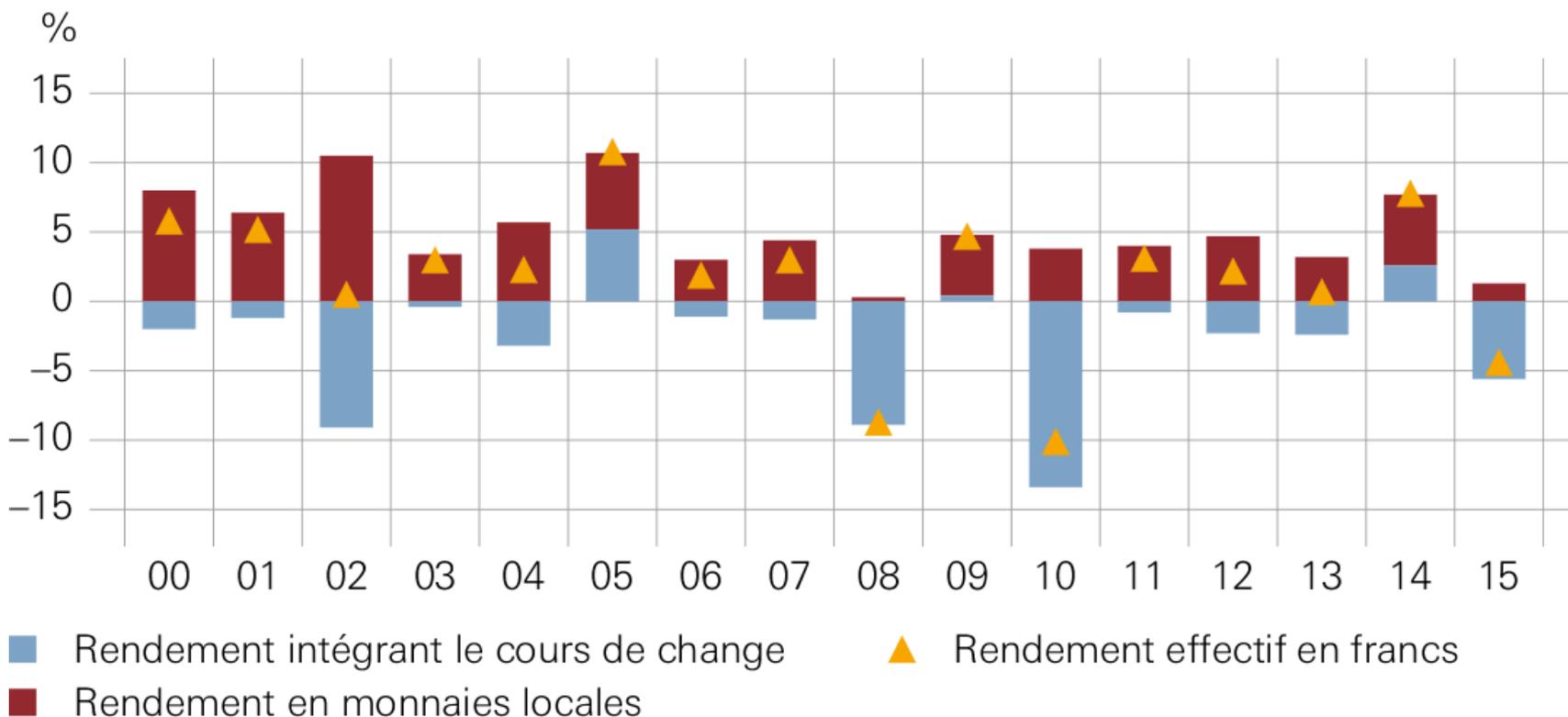
- EUR, 42%
- USD, 32%
- JPY, 8%
- GBP, 7%
- CAD, 3%
- Autres, 7%

Source: BNS.

# Le niveau élevé des placements de devises peut entraîner des bénéfices ou des pertes considérables

## RENDEMENT DES RÉSERVES DE DEVISES

Etat le 31.12.2015

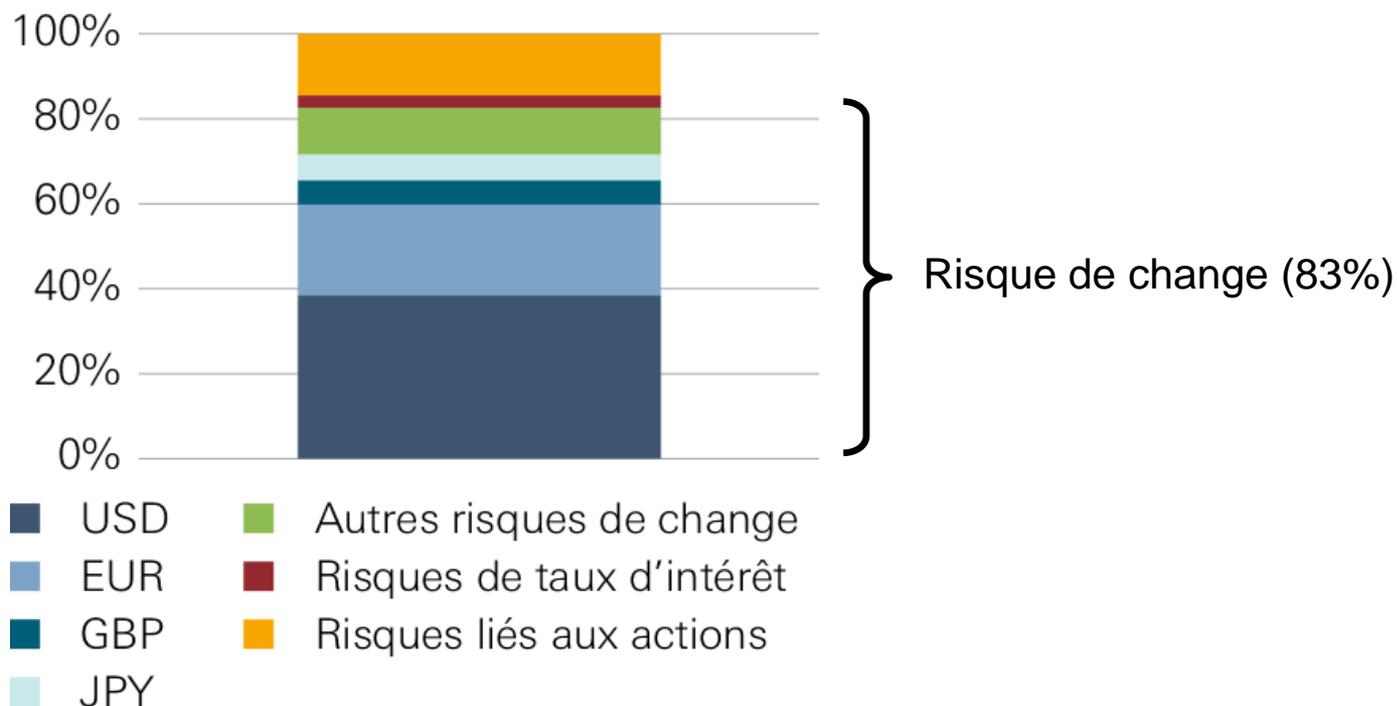


Source: BNS.

# Les fluctuations des cours de change constituent de loin le principal risque pour le résultat des placements de la BNS

## COMPOSANTES DU RISQUE DES RÉSERVES DE DEVICES

1980–2015



# La liquidité du marché des obligations d'entreprises a considérablement reculé

## EVOLUTION DU MARCHÉ DES OBLIGATIONS D'ENTREPRISES AMÉRICAINES

Marché en hausse, mais transactions en baisse

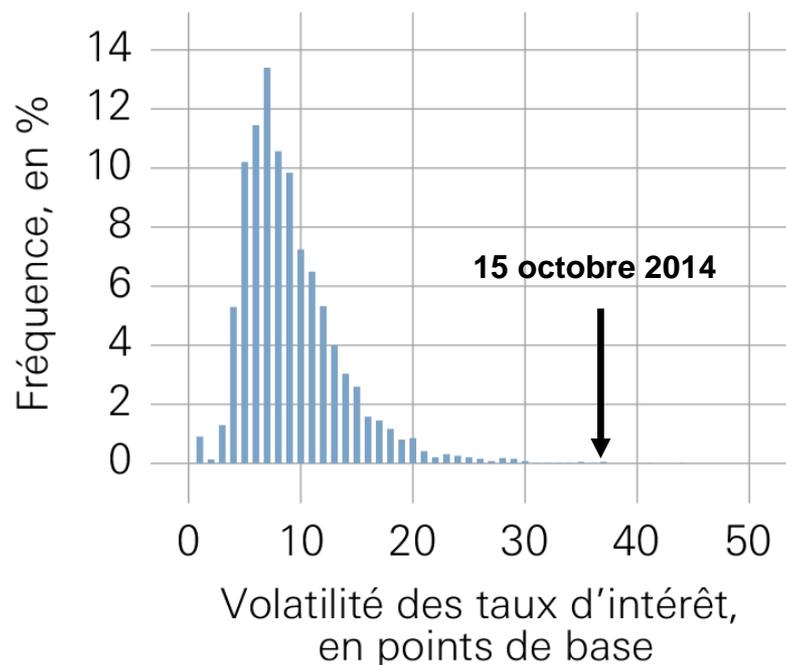


Sources: BAML, Bloomberg, BNS et FRBNY.

# Les principaux marchés des obligations d'Etat présentent eux aussi une volatilité élevée

## EMPRUNTS D'ETAT AMÉRICAINS

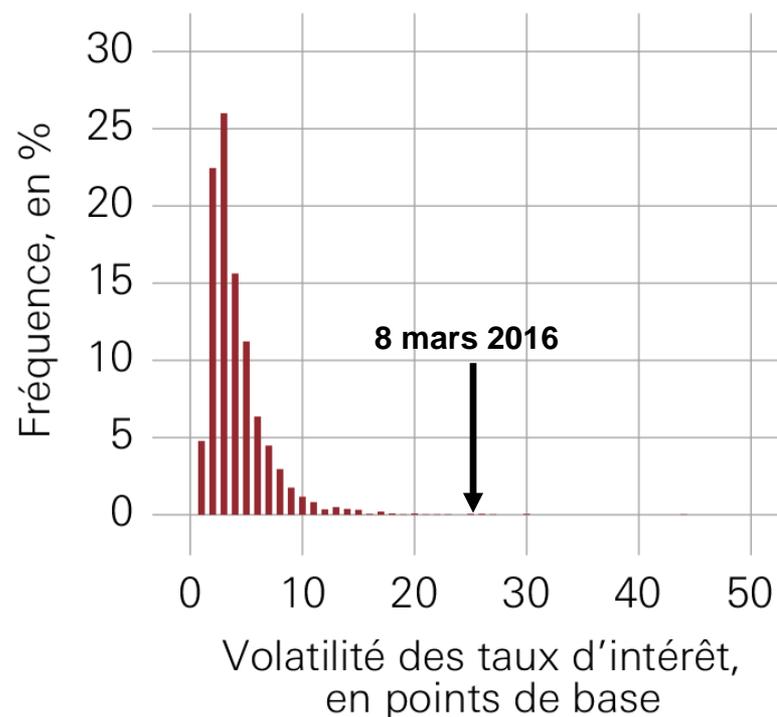
Volatilité des taux d'intérêt 2001–2016



■ Emprunts d'Etat à 10 ans

## EMPRUNTS D'ETAT JAPONAIS

Volatilité des taux d'intérêt 2001–2016



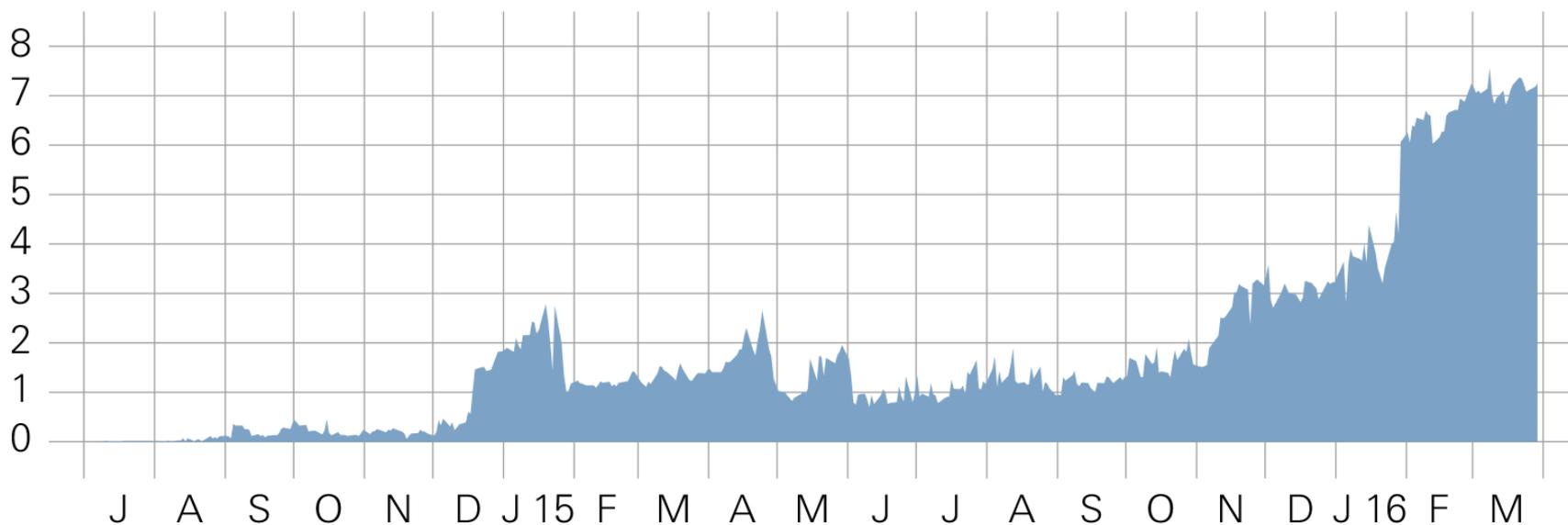
■ Emprunts d'Etat à 30 ans

# Les rendements négatifs, phénomène largement répandu

## VOLUME DU MARCHÉ DES EMPRUNTS D'ETAT AVEC RENDEMENT NÉGATIF

Base: Bank of America Merrill Lynch World Sovereign Bond Index\*

Billions de USD

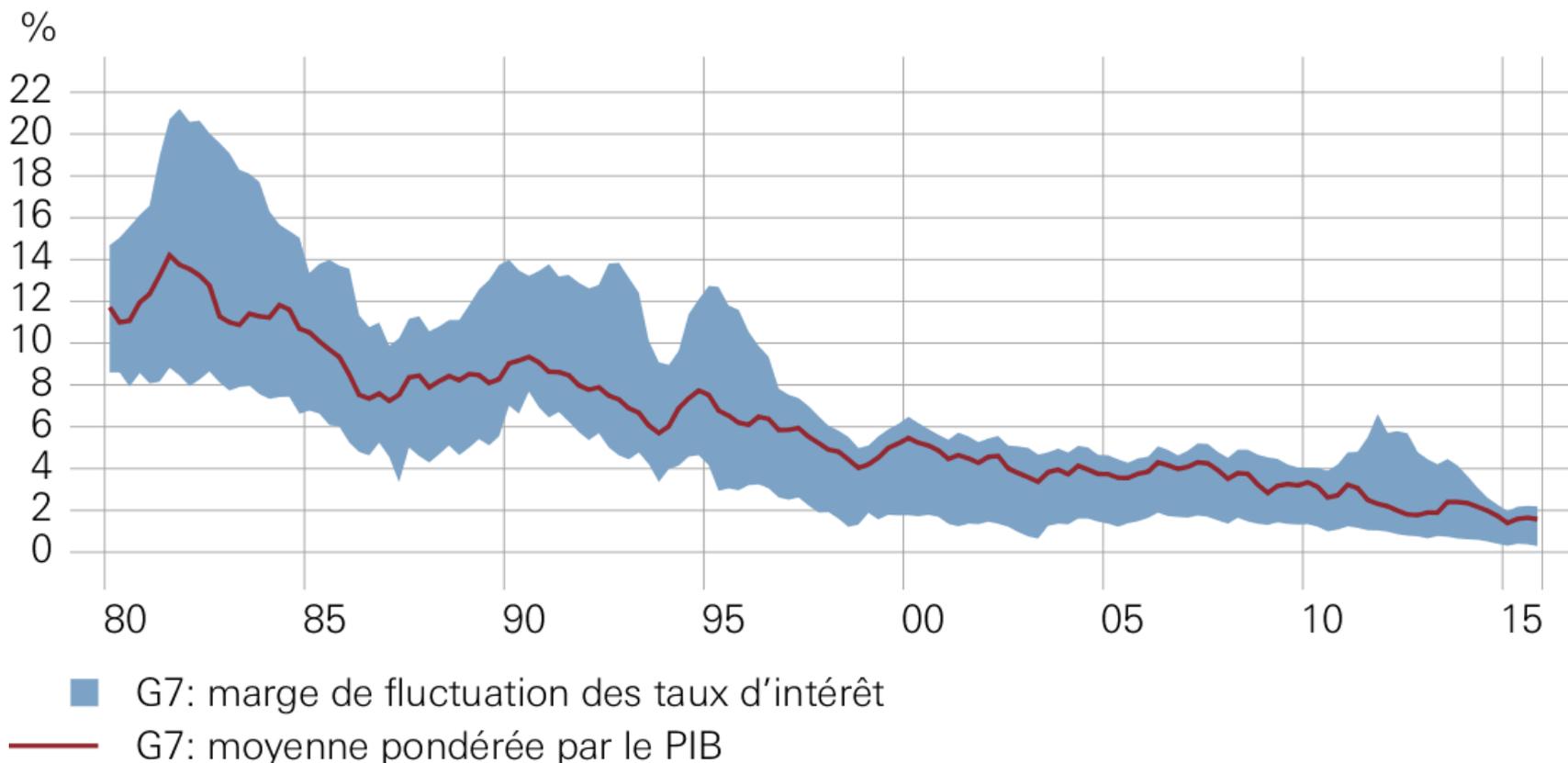


\* L'indice englobe plus de 2 000 emprunts d'Etat dont la durée résiduelle est d'un an au moins.

Sources: BAML, Bloomberg, BNS et BRI.

# Le recul des taux d'intérêt à long terme a des raisons structurelles

## INTÉRÊTS DES EMPRUNTS D'ETAT À 10 ANS

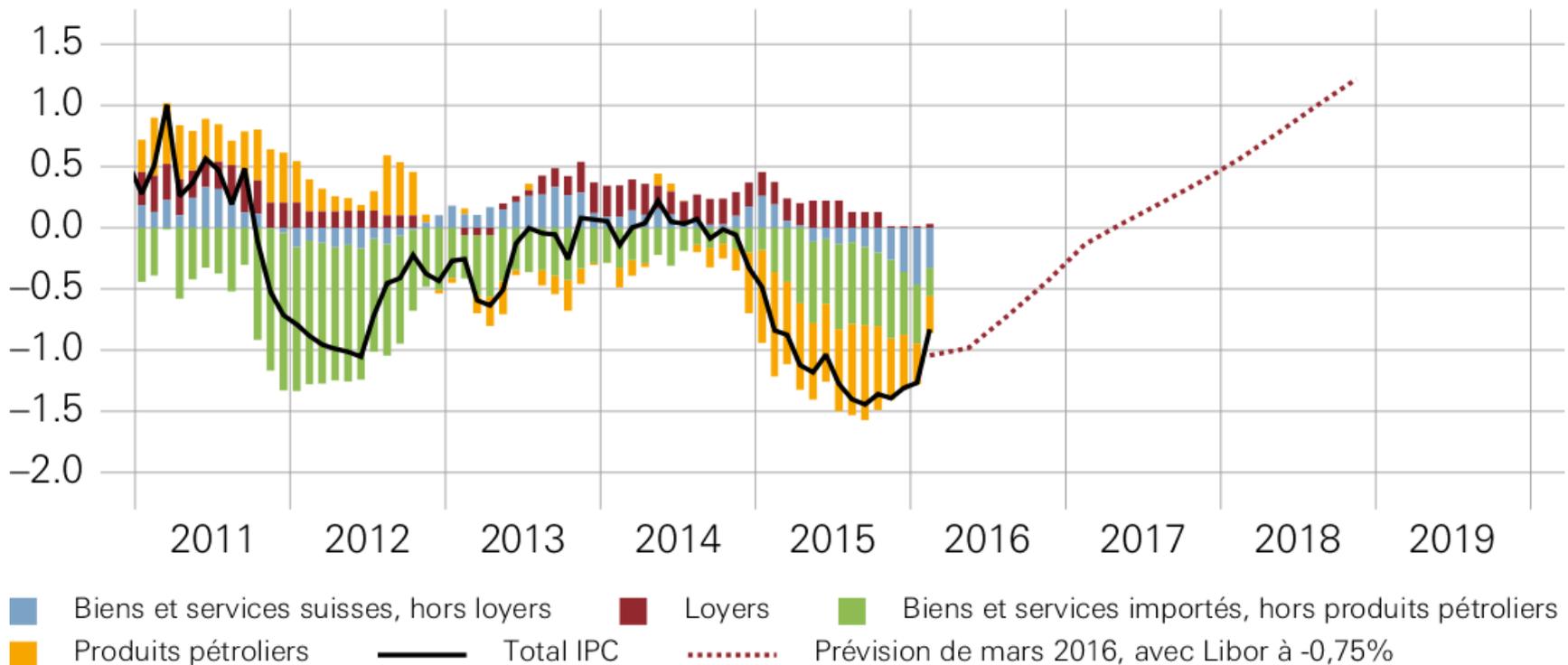


Sources: BNS, FMI et OCDE.

# D'après la prévision d'inflation actuelle, la stabilité des prix à moyen terme est garantie

## CONTRIBUTIONS AU RENCHÉRISSEMENT MESURÉ AU MOYEN DE L'IPC ET PRÉVISION D'INFLATION CONDITIONNELLE

Variation en % par rapport à l'année précédente



Sources: BNS et OFS.

---

# Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

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

