

Embargo jusqu'au
23 mars 2017, 18 h 00

La politique de placement de la BNS et ses particularités

Apéritif «Marché monétaire»

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale*

Banque nationale suisse

Zurich, le 23 mars 2017

© Banque nationale suisse, Zurich, 2017 (exposé donné en allemand)

* L'intervenante remercie Dirk Faltin et Patrick Muhl pour leur précieuse contribution à la rédaction du présent exposé. Ses remerciements vont également à Petra Gerlach, à Erich Gmür, à Sébastien Kraenzlin, à Carlos Lenz, à Christoph Meyer et à Sandro Streit pour leurs commentaires pertinents, aux services linguistiques de la BNS ainsi qu'à Benjamin Brunner et à Ramon Jud pour le traitement des données.

Mesdames et Messieurs,

Je vous souhaite la bienvenue à l'Apéritif «Marché monétaire» de la Banque nationale suisse (BNS), à Zurich. Je me réjouis que vous soyez aussi nombreux à avoir répondu à notre invitation. Aujourd'hui, je vous propose d'aborder la politique de placement de la BNS. Ce sujet a déjà constitué le thème de mon exposé il y a un an, lors du dernier Apéritif «Marché monétaire», à Zurich.

Permettez-moi d'abord de dire quelques mots sur la politique monétaire de la BNS. Lors de notre dernier examen de la situation économique et monétaire, il y a une semaine, nous avons décidé de maintenir le cap expansionniste de notre politique monétaire. Les indicateurs laissent certes présager une nouvelle amélioration de la conjoncture mondiale, et les perspectives de l'économie suisse pour 2017 sont elles aussi modérément positives. Néanmoins, il existe toujours des risques importants. Avant tout, des incertitudes prédominent actuellement sur le plan politique. Elles portent notamment sur l'orientation future de la politique économique américaine, les élections qui auront lieu prochainement en Europe et la complexité des négociations en vue de la sortie du Royaume-Uni de l'Union européenne (UE).

Dans ce contexte lourd d'incertitudes, notre politique monétaire vise à stabiliser l'évolution des prix et à soutenir l'activité économique. Elle repose sur deux piliers: le taux d'intérêt négatif et la disposition de la Banque nationale à intervenir au besoin sur le marché des changes. Comme vous le voyez dans le **graphique 1**, le taux d'intérêt de $-0,75\%$ nous a permis de rétablir l'écart initial de taux avec la zone euro, du moins en partie, ce qui contribue à réduire l'attrait des placements en francs. Par notre disposition à intervenir au besoin sur le marché des changes, nous controns les pressions accrues à la hausse sur notre monnaie, surtout quand la demande de francs est exceptionnellement forte.

Un afflux massif vers le franc est fréquent précisément durant les périodes de plus grande incertitude, lorsque notre monnaie est particulièrement recherchée comme placement sûr. Depuis le début de la crise financière mondiale, ce fut le cas dans une large mesure en 2010, lorsqu'éclata la crise grecque, ou encore pendant la crise de la dette dans la zone euro en 2012. Et l'année 2016 a elle aussi été empreinte d'incertitudes. Dans le **graphique 2**, la ligne rouge montre l'évolution d'un indice permettant de mesurer l'incertitude liée à la conduite de la politique économique. Il se base sur l'analyse de mots-clés relatifs à l'économie, à la politique et à l'incertitude dans différents articles de presse. Cet indice révèle que l'incertitude liée à la conduite de la politique économique s'est fortement accrue l'année dernière, notamment en Europe. Dans ce contexte particulier, les investisseurs suisses et étrangers ont redoublé de prudence et se sont tournés vers des placements en francs, considérés comme des valeurs sûres. En outre, des investisseurs privés et institutionnels ont conclu des opérations en vue de couvrir le risque de change vis-à-vis du franc. Ces deux facteurs ont contribué à ce que les pressions à la hausse sur le franc s'accroissent.

Afin de contrer un durcissement inopportun des conditions monétaires, la BNS est intervenue en 2016 sur le marché des changes. Comme vous le savez sans doute déjà, la Banque

nationale a publié aujourd'hui son Compte rendu d'activité 2016 à l'intention de l'Assemblée fédérale. Dans ce rapport, nous indiquons également le montant de nos achats de devises pendant l'exercice sous revue. Ces achats se sont élevés à environ 67 milliards de francs en 2016, contre 86 milliards en 2015.

Dans l'ensemble, nos mesures de politique monétaire ont produit les effets escomptés dans cet environnement difficile. La valeur extérieure du franc en termes réels, à savoir corrigée de l'inflation, s'est stabilisée depuis la mi-2015. Cela a aussi été le cas durant les périodes de plus grande volatilité sur les marchés, comme par exemple en juin dernier, après le référendum britannique sur la sortie de l'UE. C'est ce qui ressort clairement du **graphique 3**, qui montre le cours réel du franc face aux monnaies de nos principaux partenaires commerciaux. Pourtant, les défis restent considérables. Selon notre nouvel indice de cours de change, qui fournit une image complète et actuelle des relations commerciales et concurrentielles de l'économie suisse, le franc est toujours nettement surévalué.

En définitive, notre politique monétaire a contribué au renforcement de l'inflation en Suisse. Ces deux dernières années, le taux d'inflation était en effet presque toujours nettement négatif. Dans notre prévision d'inflation conditionnelle, nous tablons désormais sur 0,3% pour l'année en cours et sur 0,4% en 2018. Par ailleurs, notre politique monétaire a soutenu la reprise modérée de la croissance économique. Pour 2017, nous prévoyons un taux de croissance du PIB d'environ 1,5%. Toutefois, cette dynamique ne repose pas encore sur une large assise. De vastes pans de l'industrie d'exportation ainsi que certaines branches subissant la concurrence des importations continuent de pâtir de la surévaluation du franc.

Notre politique monétaire a entraîné un accroissement de nos réserves de devises, lesquelles dépassent désormais 650 milliards de francs, comme l'illustre le **graphique 4**. Cette augmentation découle directement des mesures prises en vue de remplir notre mandat. La gestion de nos réserves de devises dépend elle aussi de la politique monétaire, à laquelle elle est toujours subordonnée. Il en découle trois critères pour la gestion de ces réserves de devises: sécurité, liquidité et rendement. Qu'est-ce que cela signifie dans la pratique? Cette question nous conduit à la partie centrale de mon exposé, consacrée à la politique de placement de la BNS.

La BNS, un investisseur professionnel aux caractéristiques particulières

Pour ses placements, la BNS suit un processus professionnel fondé sur les principes des grands gestionnaires de fortune institutionnels.

Cependant, deux particularités caractérisent la BNS et la distinguent des autres investisseurs, qu'il s'agisse d'investisseurs institutionnels ou de banques centrales. D'abord, nous tenons nos comptes en francs, c'est-à-dire dans une monnaie refuge. Le franc est un véhicule de placement particulièrement recherché en périodes de crises internationales, et il s'apprécie. Cette singularité nous distingue des banques centrales qui gèrent une monnaie ne jouant pas le rôle de valeur refuge. Ensuite, nous ne pouvons pas, pour des raisons de politique monétaire, couvrir nos réserves de devises qui, de par leur nature, sont placées intégralement à l'étranger,

ce qui nous différencie des investisseurs institutionnels. Ces deux particularités influent sur notre profil rendement/risque et, partant, sur notre allocation des actifs. Examinons-les en détail.

Différences par rapport à d'autres banques centrales

En général, les banques centrales tiennent leurs comptes dans leur monnaie nationale et investissent l'intégralité de leurs réserves de devises à l'étranger. Le risque de change ne peut toutefois pas être couvert. Nous utilisons nous aussi notre monnaie nationale, le franc, comme unité de compte. Nous établissons le résultat, le rendement et les risques en francs. Notre particularité réside dans le fait que le franc est une monnaie fondamentalement forte. Il en découle deux effets.

D'un côté, nous pouvons détenir une part plus élevée de titres à risque que d'autres banques centrales. Etant donné la résilience du franc, nous ne sommes pas contraints, pour soutenir notre monnaie, de nous défaire de nos placements à risque, qui plus est à un moment où les cours sont au plus bas. Nous disposons ainsi d'un horizon de placement un peu plus long. Par conséquent, nous pouvons détenir, contrairement à d'autres banques centrales, une part relativement élevée de placements en actions, laquelle s'établit actuellement à 20%.

De l'autre côté, l'effet de la diversification des titres à risque dans le portefeuille est moins marqué à la BNS. La raison en est que généralement, en cas de turbulences sur les marchés, le cours des titres à risque baisse, alors que le franc s'apprécie. A court terme, la BNS essuie donc des pertes doubles, à savoir sur les titres à risque et sur les monnaies étrangères. Bref, une augmentation de la part des placements en actions entraîne une hausse de la volatilité. Un accroissement des rendements se fait au prix d'une volatilité plus élevée.

Permettez-moi d'illustrer cette affirmation en prenant pour exemple le portefeuille de la BNS. Le **graphique 5** montre le rendement et la volatilité moyens, en termes annualisés, du portefeuille de la BNS, et cela pour différentes parts de placements en actions. Les rendements sont établis sur la base de données mensuelles remontant jusqu'à 1998 et calculés en francs ainsi que dans la monnaie d'un pays émergent. Le recours à cette dernière a uniquement pour but d'illustrer mes propos et de souligner la différence entre le calcul effectué dans une monnaie refuge et celui effectué dans une monnaie ne jouant pas ce rôle. A chacun des dix points correspond une part de placements en actions, le premier, au bord gauche du graphique, représentant une part de 0% et le dernier, au bord droit, une part de 100%. En rouge figurent les parts des placements en actions qui reflètent la répartition entre actions et obligations dans le portefeuille actuel de la BNS.

L'effet de diversification est frappant: représenté par l'incurvation des courbes, il varie d'une monnaie à l'autre. Vous constatez que plus l'incurvation de la courbe est forte, plus cet effet est marqué. Lorsque les rendements sont calculés en francs, un relèvement de la part des placements en actions, qui passerait par exemple de 0% à 10%, s'accompagne d'une augmentation immédiate de la volatilité. Sous l'angle de la BNS, des hausses de rendement au

moyen d'une augmentation de la part des placements en actions, ne s'obtiennent donc que grâce à une volatilité plus forte. En revanche, lorsque les rendements sont calculés dans la monnaie d'un pays émergent, la volatilité peut être réduite en augmentant la part des actions jusqu'à 40%.

J'aimerais cependant souligner que nous concevons le critère de placement «sécurité» comme un concept global. Il ne se laisse pas réduire à un chiffre-clé relatif aux risques ou à l'absence de risques de crédit. Dans l'ensemble, nous avons nous aussi de bonnes raisons d'effectuer des placements en actions. Les actions sont en principe intéressantes pour nous en raison de leur liquidité élevée sur le marché. Nos analyses révèlent également que les actions permettent d'accroître la probabilité de parvenir à maintenir la valeur réelle des réserves de devises. En outre, l'inclusion d'actions dans le portefeuille de placements – j'en reparlerai tout à l'heure – influe favorablement sur d'autres mesures du risque telles que la perte maximale enregistrée sur douze mois.

Le graphique montre un autre aspect intéressant, à savoir que la monnaie de présentation influe aussi sur le niveau du rendement. Le rendement moyen calculé dans une monnaie autre que le franc aurait été bien plus élevé. La différence, vous l'aurez compris, s'explique par l'appréciation du franc au cours des dernières années. Cette situation pourrait changer si le franc venait à se déprécier.

Différences par rapport à d'autres investisseurs institutionnels

La BNS se distingue des grands investisseurs institutionnels par un élément important, qui est son statut de banque centrale. La politique de placement de la BNS est subordonnée à la conduite de la politique monétaire. Par conséquent, il ne nous est pas possible de neutraliser le risque de change, qui représente le facteur de risque le plus important pour les réserves de devises. Afin de pouvoir couvrir ce risque, nous devrions acheter des francs, ce qui contribuerait à renforcer la tendance de notre monnaie à s'apprécier, ce que nous voulons combattre au moyen de notre politique monétaire.

De ce fait, comme le montre clairement le **graphique 6**, le résultat des placements de la BNS est essentiellement influencé par les fluctuations des cours de change. Le risque de change entre pour 85% dans le risque global lié aux placements de la BNS. Dans le portefeuille de placements d'une caisse de pensions suisse typique, cette proportion n'est que de 36%. Une forte diversification est donc fondamentale pour nous. Nos possibilités de diversification se différencient néanmoins de celles qui sont offertes à un investisseur institutionnel, par exemple à une caisse de pensions représentative.

La part des obligations est plus élevée à la BNS qu'auprès d'une caisse de pensions. Cette situation s'explique par des considérations de politique monétaire, qui accordent une grande importance à la possibilité de vendre des actifs rapidement et sans trop perturber le marché.

De plus, à la BNS, les obligations ont un effet de diversification plus marqué. Cette spécificité résulte du fait que le franc est considéré comme une monnaie refuge. Ainsi, les taux obligataires évoluent en général dans un sens opposé à celui de la valeur extérieure du franc. Autrement dit, les gains que nous tirons d'un fléchissement des taux d'intérêt contribuent à compenser les effets de l'appréciation du franc. Bien que nos réserves de devises soient placées à hauteur de 80% en obligations, ces dernières n'entraînent pas d'augmentation du risque global. Pour une caisse de pensions par contre, dont seulement 37% des placements sont constitués d'obligations, le risque de taux d'intérêt augmente le risque global. Etant donné toutefois que les risques de change non couverts jouent un rôle déterminant, la volatilité globale est dans l'ensemble plus élevée à la BNS, où elle atteint 7,3% par an, qu'auprès de la caisse de pensions, qui affiche un taux de volatilité de 4,5% par an.

Ces dernières années, nous avons progressivement accru notre part de placements en actions pour améliorer notre profil rendement/risque. Notre part de placements en actions reste toutefois nettement inférieure à celle d'autres investisseurs institutionnels.

Je termine ainsi mon tour d'horizon des particularités de la politique de placement de la BNS. A présent, je vais me pencher sur la manière dont nous avons géré ces particularités.

La BNS, une banque centrale pionnière dans l'optimisation du profil rendement/risque

Depuis une vingtaine d'années, nous utilisons, dans le cadre de notre mandat de politique monétaire, notre marge de manœuvre en matière de politique de placement afin d'optimiser le profil rendement/risque. Contrairement à d'autres banques centrales, nous avons bénéficié, à cette fin, de conditions institutionnelles donnant accès à un vaste univers de placement.

Par le passé, deux modifications d'ordre juridique ont ouvert la voie à la politique de placement moderne que nous menons aujourd'hui. En 1997, la durée résiduelle maximale d'une année, en vigueur jusque-là pour les placements de devises, a été supprimée. Le rendement a alors acquis une importance stratégique en tant que critère de placement. La nouvelle loi sur la banque nationale de 2004 a accru sensiblement la marge de manœuvre de la BNS. Dans le même temps, la politique de placement est devenue elle aussi une tâche centrale de la BNS.

Au fil du temps, nous avons toujours joué un rôle pionnier parmi les banques centrales, aussi bien en ce qui concerne le processus que les instruments de placement. Ainsi, nous sommes l'une des premières banques centrales à avoir fait appel à des gérants de fortune externes (1978), mis sur pied une gestion de portefeuille autonome (1984), créé une gestion des risques indépendante (1997) et placé une partie de nos réserves de devises dans des actions et des obligations d'entreprises (2004).

Cette diversification constante a-t-elle fait ses preuves? Examinons les mutations du portefeuille de la BNS ces vingt dernières années et leurs répercussions sur le profil

rendement/risque à l'aide du **graphique 7**. Pour faciliter la comparaison, voyons maintenant les effets de chacune des étapes de la diversification, dans l'hypothèse où le portefeuille de la BNS aurait présenté la même allocation pendant toute la période allant de janvier 1998 à janvier 2017. Chacune des années indiquées se réfère à l'année au cours de laquelle l'allocation du portefeuille a été modifiée.

Dans le diagramme présentant le rendement/risque, le premier point montre le rendement moyen et la volatilité moyenne du portefeuille de la BNS avec l'allocation en vigueur jusqu'à fin 1997. Le rendement moyen se serait inscrit à plus de 1%, et la volatilité moyenne aurait été légèrement inférieure à 9%.

Par le passé, la durée légale maximale des placements de devises était de 12 mois, ce qui déterminait la composition du portefeuille. La BNS investissait alors ses réserves de devises sur les marchés monétaires les plus liquides, à hauteur de 80% en bons du Trésor des Etats-Unis, de 15% dans des papiers monétaires allemands et de 5% dans des papiers monétaires japonais. La durée moyenne était de six mois. La révision partielle de la loi, en 1997, ayant supprimé la limitation des échéances, les placements en obligations ont pu bénéficier de tout l'éventail des durées. La voie était donc aussi ouverte pour les placements dans d'autres monnaies que le dollar des Etats-Unis, le mark allemand et le yen. Aussi avons-nous choisi comme autres monnaies de réserve la livre sterling et le dollar canadien, ainsi que la couronne danoise, et porté la durée de six mois à quatre ans.

Pour des raisons de clarté, permettez-moi de traiter séparément des effets de l'inclusion de nouvelles monnaies et de la prolongation de la durée. Commençons par l'effet de l'inclusion d'autres monnaies. Le nouveau point indique le rendement moyen et la volatilité moyenne du portefeuille de la BNS depuis 1998, dans lequel les réserves de devises ne sont plus constituées principalement de placements en dollars des Etats-Unis, mais font l'objet d'une plus grande diversification. Dans un premier temps, la durée reste inchangée à six mois. L'effet de diversification résultant de l'inclusion de nouvelles monnaies est clairement visible. Le rendement moyen des placements de devises est quasiment identique. Par contre, la volatilité moyenne diminue de 2,5 points. En d'autres termes, l'inclusion de nouvelles monnaies n'a pas entraîné d'accroissement notable du rendement, mais un net recul des risques.

Si maintenant la durée passe de six mois à quatre ans, nous arrivons au point suivant. Le rendement moyen augmente nettement, mais le risque moyen reste quasiment inchangé.

Après la révision de la loi de 2004, nous avons étendu notre univers de placement en incluant des obligations d'entreprises et des actions dans le portefeuille. L'inclusion d'actions a eu un effet très net: le rendement moyen et la volatilité moyenne ont augmenté.

Avec le lancement, en 2006, d'investissements dans des placements indexés sur l'inflation (Treasury Inflation Protected Securities; TIPS), le profil rendement/risque s'est

rétrospectivement détérioré quelque peu. Le rendement moyen a ainsi diminué, tandis que la volatilité moyenne s'est légèrement accrue. L'environnement non inflationniste de ces dernières années a joué un rôle déterminant dans cette évolution.

L'extension de l'univers de placement grâce à l'inclusion du won sud-coréen, en 2012, et du renminbi, en 2015, ainsi que les investissements dans des actions de sociétés à faible capitalisation (*small caps*) et dans des actions de pays émergents, en 2013 puis en 2015, ont influé une nouvelle fois sur le profil rendement/risque, d'où une hausse des rendements et de la volatilité moyens.

Cependant, le graphique ne montre pas tout. Il ressort, de l'appréciation rendement/risque, que le portefeuille actuel est bien plus performant que celui de 1997. Aujourd'hui, le rendement moyen est nettement plus élevé, et la volatilité moyenne, sensiblement moins forte. Mais qu'en est-il par rapport au portefeuille de 2004? L'allocation de portefeuille telle qu'elle se présente actuellement est-elle, sous l'angle de la diversification, supérieure à celle de 2004? La présente vue d'ensemble du rapport rendement/risque ne permet pas de répondre clairement à cette question. Le portefeuille actuel génère certes un rendement plus élevé, comme vous pouvez aisément le constater, mais la volatilité est elle aussi plus forte.

Toutefois, la volatilité telle qu'elle est calculée ici ne constitue pas l'unique mesure du risque. J'ai représenté à votre intention, dans le **graphique 8**, les mutations de notre portefeuille au cours des vingt dernières années sous l'angle des pertes maximales que les catégories de placements ont enregistrées sur douze mois. On remarque immédiatement le recul constant de la perte maximale sur douze mois. Il est clair que l'allocation actuelle du portefeuille de la BNS est nettement meilleure, sous l'angle des risques, que celle de 2004.

Récapitulons: l'expérience montre d'abord que l'inclusion d'une nouvelle monnaie de placement entraîne l'effet de diversification le plus important. Ensuite, on remarque qu'une prolongation de la durée du portefeuille n'a guère d'incidence sur le risque; elle pourrait même le réduire en partie. Dans l'ensemble, force est de constater que nous avons pu constamment améliorer le profil rendement/risque au fil des ans, et ce bien que nous ayons été confrontés à une forte expansion du bilan. Cette amélioration est due à la diversification, laquelle a donc fait ses preuves.

L'expansion de la taille du bilan ne simplifie certes pas la diversification, mais nous n'allons pas nous arrêter là. Nous examinons et optimisons continuellement nos instruments en vue de l'accomplissement de nos tâches légales. A titre d'exemple, je vous ai montré aujourd'hui que nous n'avons cessé d'optimiser la politique de placement ces dernières années. Néanmoins, nous continuons à opérer dans un contexte international difficile, caractérisé par des conditions particulières. A l'avenir également, nous mettrons tout en œuvre afin de pouvoir réagir de manière appropriée à un environnement en pleine mutation.

Je vous remercie de votre attention et donne la parole à Dewet Moser. Il vous présentera les aspects les plus importants de nos opérations sur les marchés financiers en vue de mettre en œuvre notre politique de placement ainsi que les moyens utilisés par la BNS pour relever ces défis.

La politique de placement de la BNS et ses particularités

Andréa M. Maechler

Membre de la Direction générale de la Banque nationale suisse

Apéritif «Marché monétaire»

Zurich, le 23 mars 2017

SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK

BANQUE NATIONALE SUISSE

BANCA NAZIONALE SVIZZERA

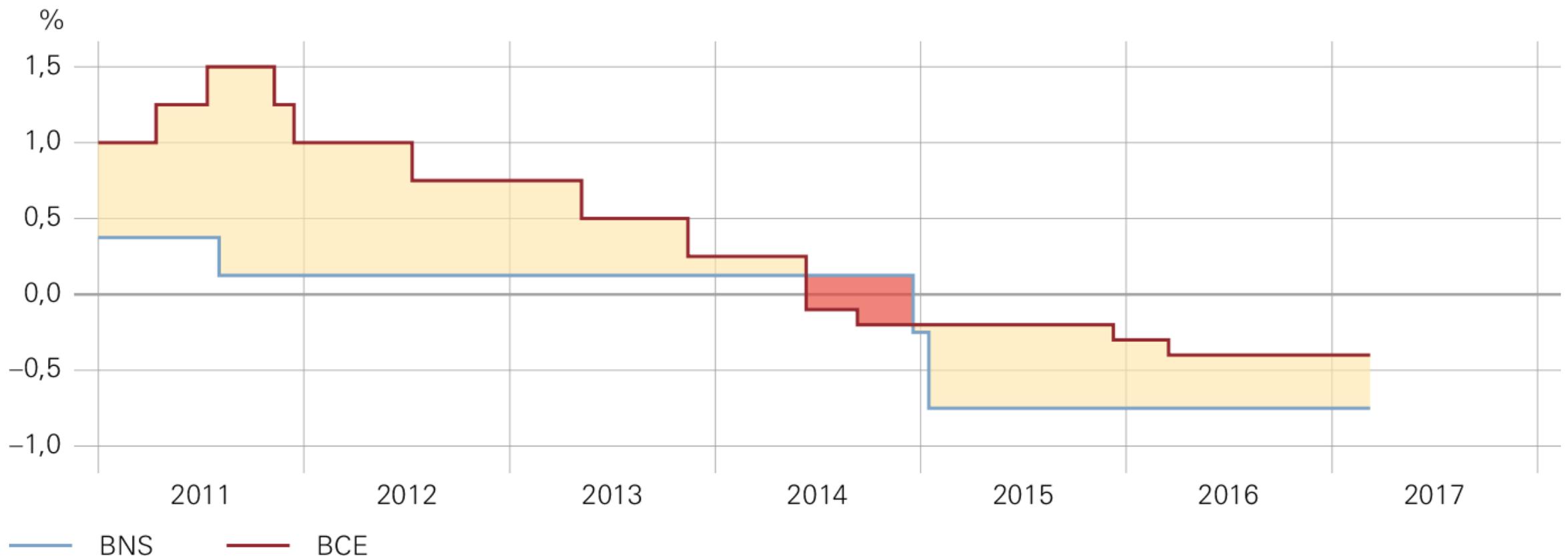
BANCA NAZIUNALA SVIZRA

SWISS NATIONAL BANK



Le taux d'intérêt négatif a partiellement rétabli l'écart de taux initial avec l'étranger

TAUX D'INTÉRÊT EN LIEN AVEC LA POLITIQUE MONÉTAIRE

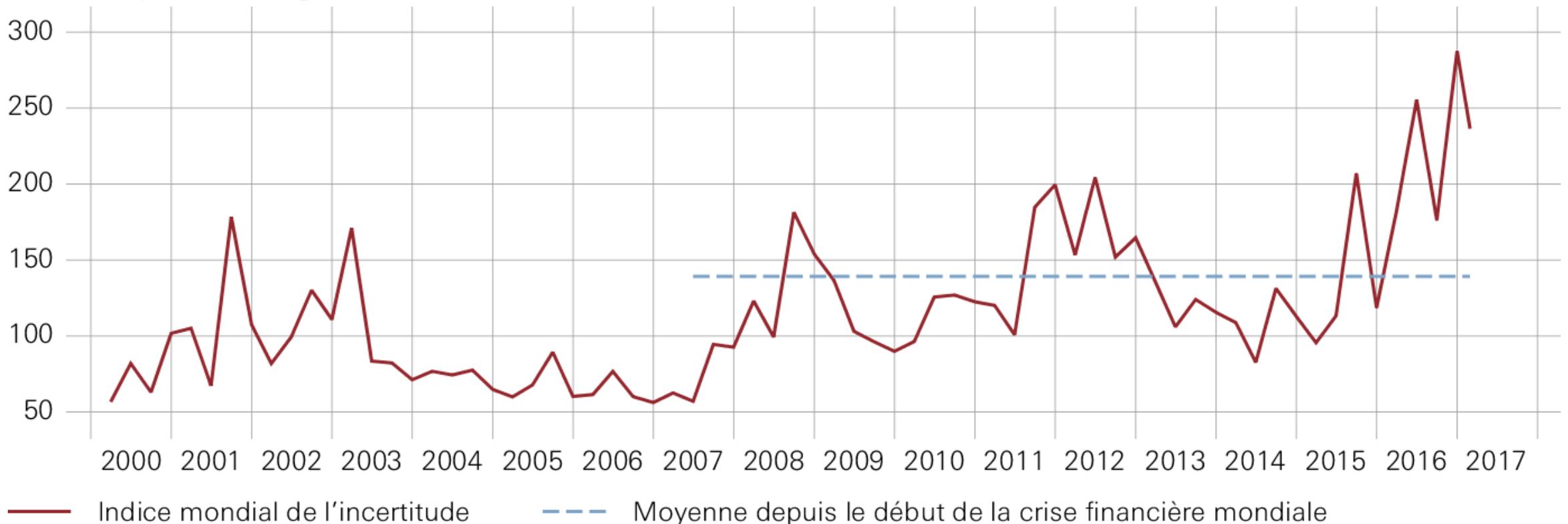


Sources: Bloomberg et BNS.

Les incertitudes liées à la conduite de la politique économique se sont considérablement accrues en 2016

INDICE MONDIAL DE L'INCERTITUDE LIÉE À LA CONDUITE DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE

Indice; moyenne de long terme = 100

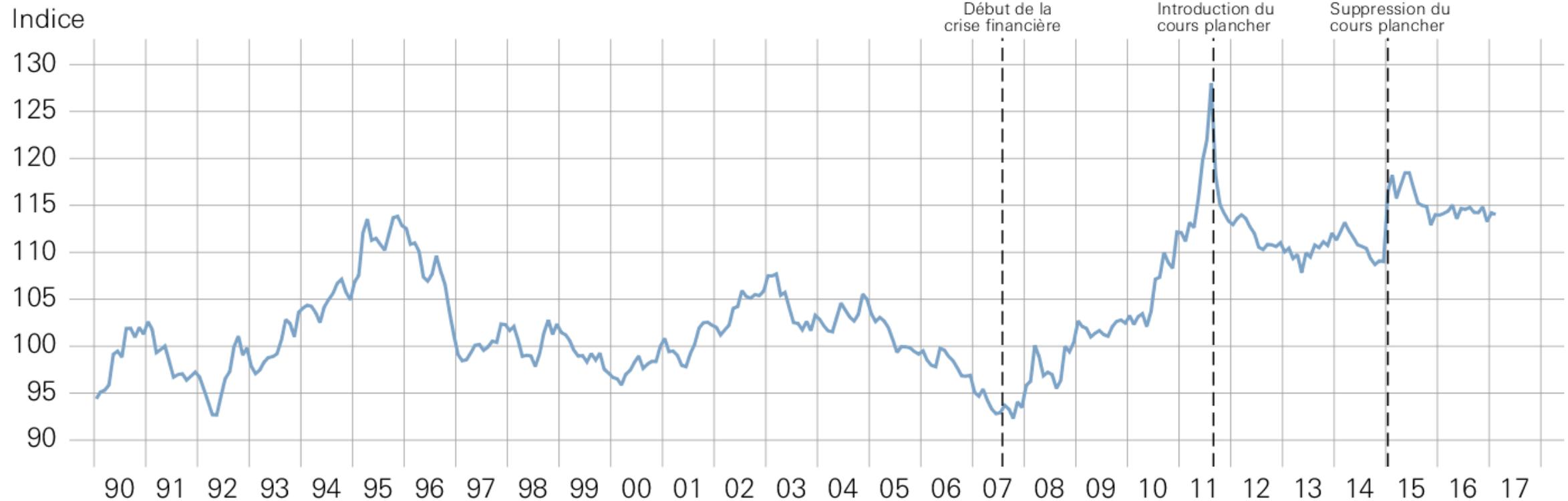


Sources: Bloomberg, BNS et policyuncertainty.com.

Le franc reste nettement surévalué

COURS RÉEL EFFECTIF DU FRANC

Indice réel, basé sur l'IPC (décembre 2000 = 100)

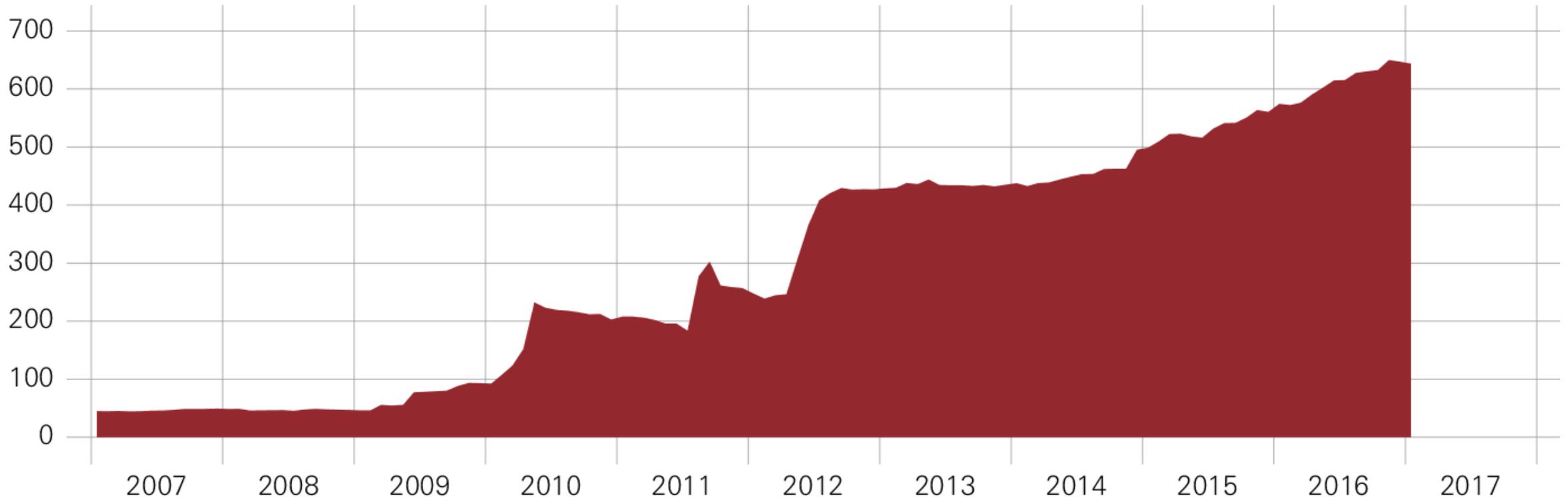


Source: BNS.

L'accroissement des réserves de devises découle de la politique monétaire

RÉSERVES DE DEVISES

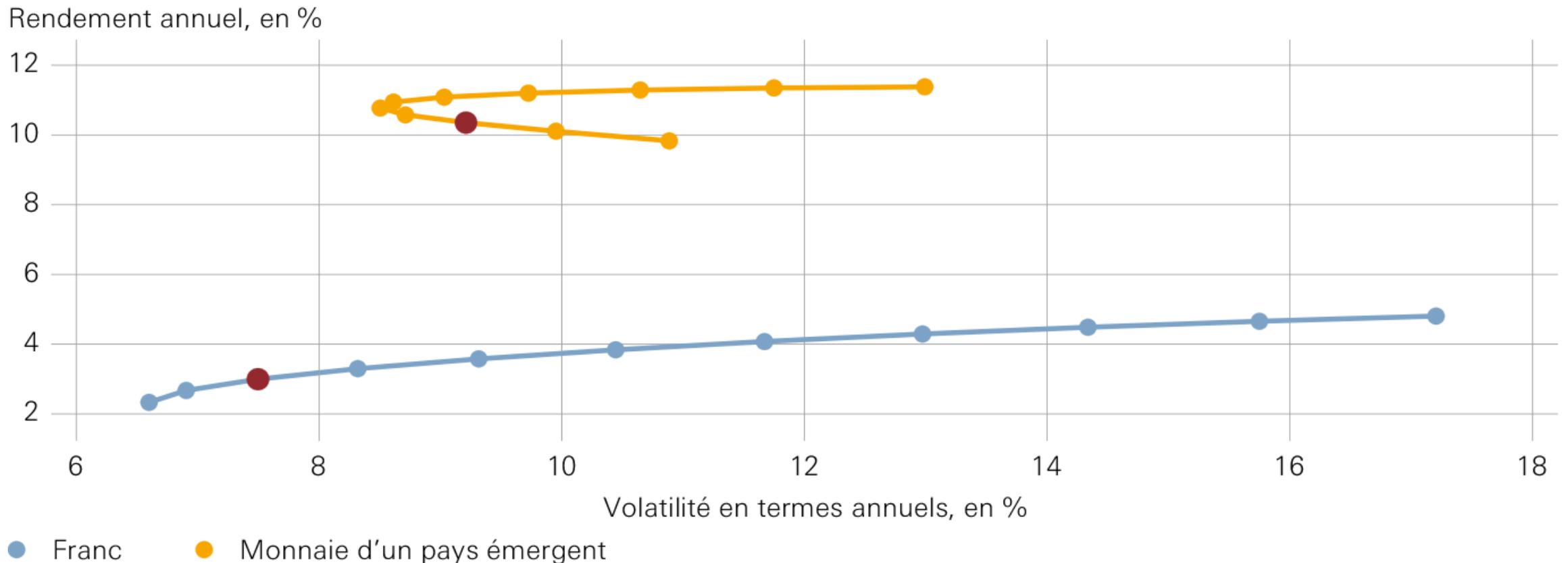
En milliards de francs



Source: BNS.

Particularités du franc en tant que monnaie de présentation: moindre effet de diversification des actions et faible rendement

RENDEMENT MOYEN HISTORIQUE ET VOLATILITÉ (DONNÉES MENSUELLES DEPUIS 1998)

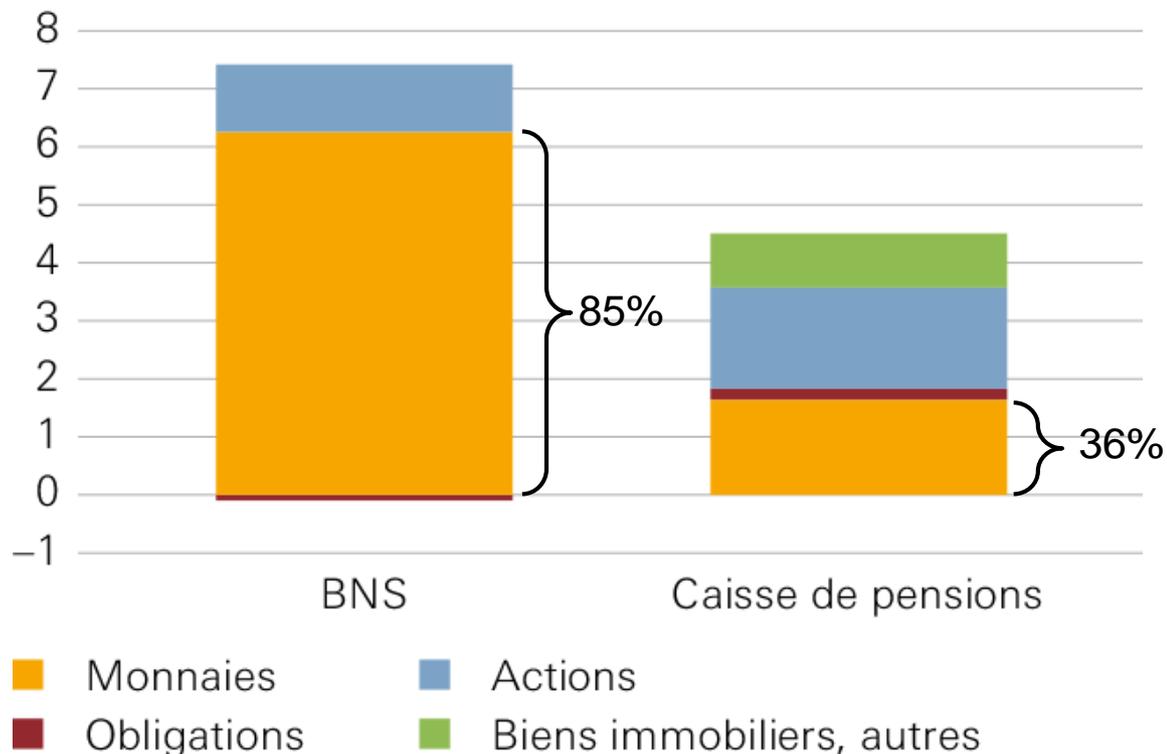


Sources: BNS et Datastream.

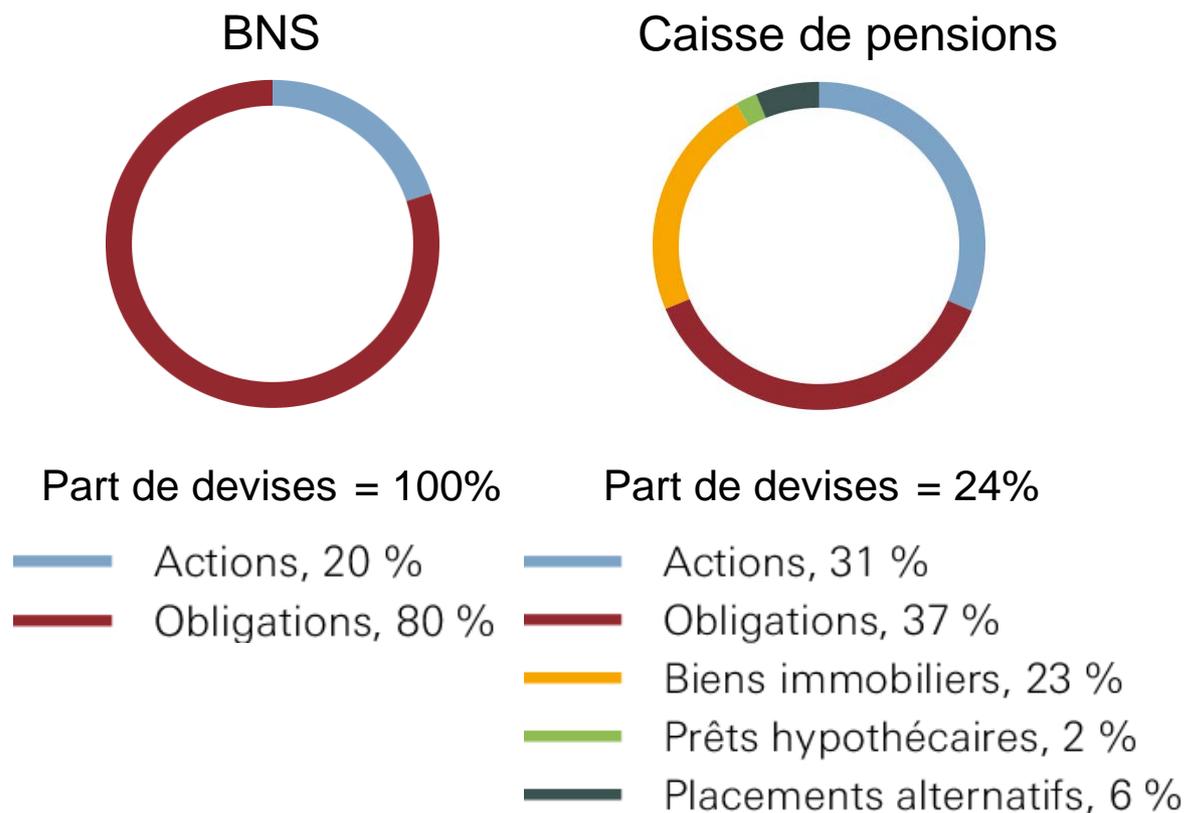
Particularité: risques de change prédominants car non couverts

STRUCTURE DES RISQUES

Volatilité en termes annuels, en %



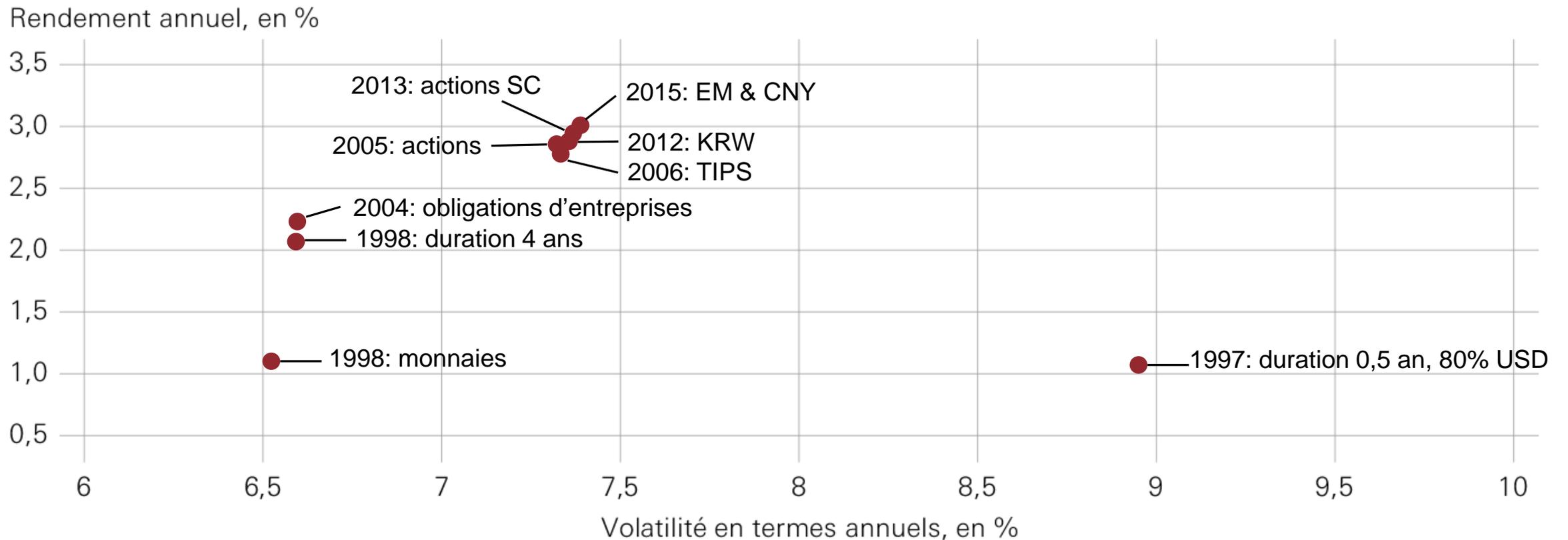
ALLOCATION DE PORTEFEUILLE



Sources: BNS, Datastream et l'indice CS des caisses de pensions pour le 4^e trimestre 2016.

Optimisation continue du profil rendement/risque au cours des 20 dernières années

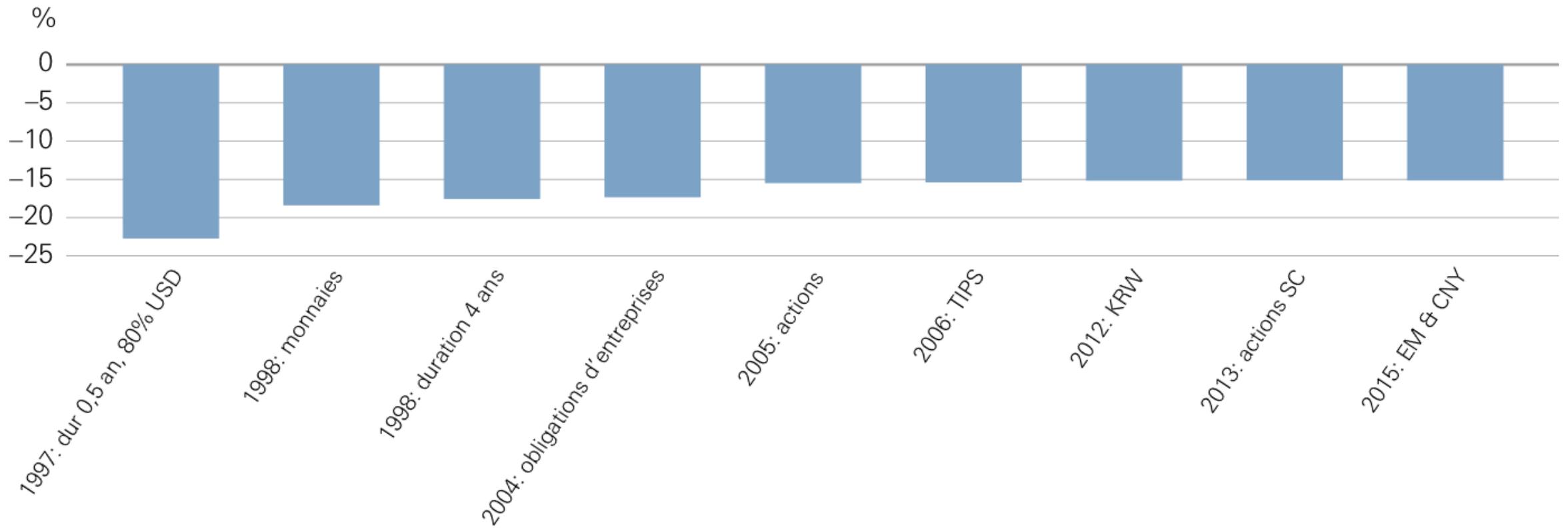
RENDEMENT MOYEN HISTORIQUE ET VOLATILITÉ (DONNÉES MENSUELLES DEPUIS 1998)



Sources: BNS et Datastream.

La diversification a fait ses preuves

PERTES MAXIMALES SUR 12 MOIS (DONNÉES MENSUELLES DEPUIS 1998)



Sources: BNS et Datastream.

Merci de votre attention.

© Banque nationale suisse

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

