

# GESTION DE PORTEFEUILLE À LA BCE

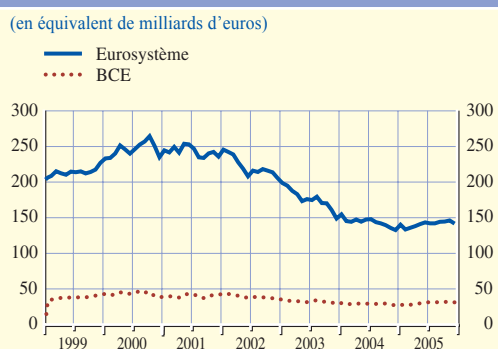
La BCE détient et gère trois types de portefeuilles : les portefeuilles de réserves de change, le portefeuille de fonds propres et les portefeuilles correspondant au fonds de pension. Cet article examine l'approche suivie pour la gestion de ces portefeuilles et fournit des informations concernant cette activité. Il présente également brièvement ses principaux aspects opérationnels, informatiques et juridiques.

## I DESCRIPTION GÉNÉRALE DU DISPOSITIF DE GESTION DE PORTEFEUILLE

La BCE détient actuellement trois types de portefeuilles. Le premier, et également le plus important, se compose des réserves de change de la BCE qui représentaient, fin 2005, une valeur de marché équivalente à près de 41 milliards d'euros, dont près de 31 milliards en devises (dollars et yens) et quelque 10 milliards en or et en droits de tirage spéciaux (DTS). Les réserves de change de la BCE sont une composante des réserves de change de l'Eurosystème, l'autre étant constituée par les réserves de change des BCN de la zone euro. Fin 2005, les réserves de change totales de l'Eurosystème s'élevaient à près de 320 milliards d'euros, dont 142 milliards en avoirs en devises et 178 milliards en or, en DTS et en positions de réserve auprès du FMI. Les réserves de change de l'Eurosystème, nettes des variations de taux de change, se sont régulièrement inscrites en recul entre 1999 et 2005, mouvement qui reflète essentiellement les choix de portefeuille des BCN. En revanche, mise à part l'incidence ponctuelle des interventions sur le marché des changes de septembre et novembre 2000, les réserves de change de la BCE sont restées globalement stables sur la période, les variations reflétant essentiellement les fluctuations de taux de change et les revenus accumulés sur ces portefeuilles (cf. graphique 1).

L'objectif du portefeuille de réserves de change de la BCE est de garantir que l'Eurosystème dispose d'un montant suffisant de ressources liquides susceptibles d'être mobilisées lors de ses opérations de change faisant intervenir des devises de pays hors UE, telles que les interventions qui ont eu lieu en septembre et novembre 2000<sup>1</sup>. Il convient toutefois de noter que la capacité de la BCE à intervenir sur le marché des changes n'est pas limitée par le montant des réserves de change qu'elle détient, pour les raisons suivantes :

Graphique I Réserves de change de l'Eurosystème et de la BCE



Source : BCE  
Note : Avoirs de réserve officiels à l'exclusion de l'or, des DTS et des positions de réserve auprès du FMI ; valeurs de marché

- les BCN sont tenues de fournir un montant supplémentaire de réserves de change à la BCE, si nécessaire ;
- la BCE pourrait financer des interventions sans avoir recours aux réserves de change, en ayant recours par exemple à des *swaps* de change avec le marché ou avec les banques centrales concernées ;
- les opérations de change faisant intervenir des devises de l'UE, y compris les interventions liées au MCE II, peuvent être financées au sein du SEBC<sup>2</sup>.

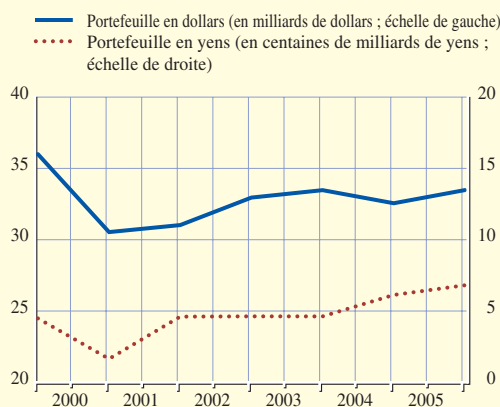
La répartition entre avoirs en dollars et avoirs en yens traduit à la fois les besoins estimés en cas d'intervention sur le marché et l'optimisation des risques. Début 1999, le ratio des actifs en dollars par rapport aux actifs en yens était de 90/10. Fin 2005, à la suite de fluctuations sur le marché des changes

1 Des informations complémentaires relatives aux opérations de change de l'Eurosystème sont disponibles à l'adresse internet suivante : <http://www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html>.

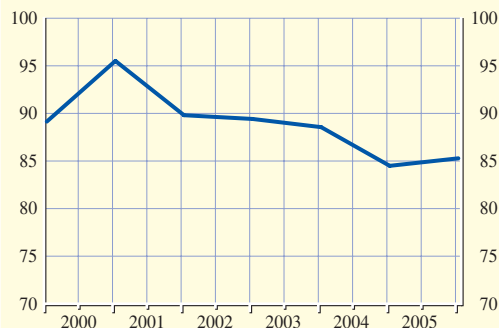
2 Le SEBC est composé de la BCE et des BCN des 25 États membres de l'UE.

**Graphique 2 Répartition par devises des réserves de change de la BCE**

**a) Tailles des portefeuilles en dollars et en yens**  
(valeurs de marché)



**b) Pourcentage des réserves de change de la BCE investies en dollars**  
(valeurs de marché ; en équivalent euros)



Source : BCE

Note : La taille des portefeuilles est calculée comme suit : avoirs de réserve officiels, plus dépôts en devises auprès des résidents, moins futurs prélèvements nets prédéterminés sur les avoirs en devises étrangères en liaison avec les opérations de pension et les opérations à terme.

et de certaines opérations de rééquilibrage, ce ratio s'établissait à environ 85/15 (cf. graphique 2).

Le deuxième portefeuille est celui des fonds propres. Le capital libéré investi et le fonds de réserve général de la BCE constituent la base de ce portefeuille, qui s'élevait à 6,4 milliards d'euros environ fin 2005. L'objectif de ce portefeuille est de doter la BCE d'une réserve lui permettant de faire face à des pertes éventuelles. Il est investi en actifs libellés en euros.

Le troisième portefeuille, de loin le plus réduit, est le portefeuille du fonds de pension de la BCE, dans

lequel sont investis les fonds du plan de retraite de la BCE. Fin 2005, le fonds de pension de la BCE s'élevait à 161 millions d'euros, les contributions totales de la BCE et de son personnel s'établissant à 20 millions d'euros environ pour l'année. Les actifs du fonds de pension de la BCE sont détenus directement par la BCE mais sont affectés au plan de retraite ; les résultats financiers des investissements de portefeuille sont conservés dans ce fonds.

Les trois portefeuilles sont très différents non seulement en termes de taille, mais également en ce qui concerne leur composition, leur objet, leur objectif et leur gestion. Cependant, la BCE applique quelques principes et règles fondamentaux de gestion de portefeuille à l'ensemble de ses trois portefeuilles.

- En premier lieu, la BCE applique le « principe de neutralité pour le marché » : elle s'efforce, dans le cadre de ses activités de gestion de portefeuille, de ne pas occasionner de distorsions indésirables des prix de marché. Dans la pratique, cela signifie que les activités de gestion de portefeuille de la BCE s'effectuent uniquement sur des marchés suffisamment profonds et liquides pour garantir que ces opérations soient facilement absorbées aux prix déterminés par le marché.
- En deuxième lieu, la BCE applique les règles éthiques professionnelles qui figurent dans le « Code de conduite de la BCE » et dans les « Règles relatives au comportement et au secret professionnels ». Ces documents donnent des orientations en matière d'éthique professionnelle à tous les employés de la BCE. Dans ce contexte, les règles relatives aux délits d'initiés, qui visent à éviter l'utilisation d'informations d'ordre interne aux fins d'opérations de placement pour compte propre ou pour le compte d'autrui par les agents chargés de la gestion de portefeuille, sont bien sûr particulièrement pertinentes<sup>3</sup>.
- En troisième lieu, la BCE applique une stricte séparation entre la gestion de portefeuille et les

<sup>3</sup> Des informations complémentaires relatives au gouvernement d'entreprise de la BCE sont disponibles à l'adresse internet suivante : <http://www.ecb.int/ecb/orga/governance/html/index.en.html>.

autres activités : une muraille de Chine, qui se reflète dans la structure organisationnelle de la BCE, garantit que les personnes impliquées dans les activités de gestion de portefeuille ne reçoivent pas d'informations privilégiées d'autres services de la BCE. L'objectif est de prévenir tout conflit d'intérêt entre la stratégie et les activités de placement de la BCE.

## 2 ASPECTS ORGANISATIONNELS

La BCE a organisé ses activités de gestion de portefeuille de façon distincte selon qu'il s'agit du portefeuille de réserves de change, du portefeuille de fonds propres et du portefeuille de fonds de pension, tenant ainsi compte des objectifs différents assignés à chacun.

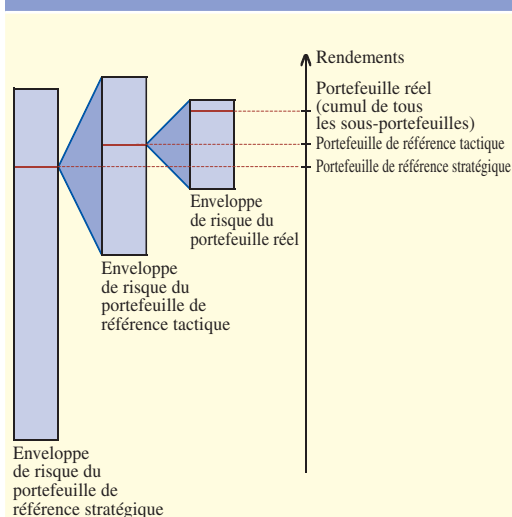
Pour les réserves de change de la BCE, l'objectif de gestion de portefeuille est de maximiser les rendements grâce à une gestion prudente, soumise aux exigences rigoureuses de liquidité et de sécurité qui procèdent de l'objectif du portefeuille. Les orientations en matière de placement et les portefeuilles de référence sont définis au sein de la BCE à l'aide de méthodes développées en interne (cf. sections 3 et 4, respectivement).

Tandis que certaines fonctions, telles que la gestion du risque et la comptabilité, sont réalisées de façon centralisée à la BCE, la plupart des fonctions de salle des marchés et de post-marché sont décentralisées au sein de l'Eurosystème.

Deux mandats de gestion de portefeuille ont été définis pour refléter cette approche décentralisée <sup>4</sup>.

- Le premier mandat pour la gestion des réserves de change de la BCE vise une surperformance par rapport aux références stratégiques définies pour les deux sous-portefeuilles (l'un en dollars et l'autre en yens), conformément aux orientations spécifiques en matière de placement et en évitant des modifications fréquentes des positions (normalement, les positions sont réexaminées et éventuellement modifiées une fois par mois seulement). Ce mandat a été confié

Graphique 3 Structure de gestion du portefeuille de réserves de change de la BCE



Source : BCE

Note : Les cases illustrent les enveloppes de risque pour le portefeuille de référence stratégique, pour le portefeuille de référence tactique et pour le portefeuille réel ; les lignes rouges horizontales représentent les niveaux de risque choisis qui reflètent, respectivement, le résultat du processus d'élaboration du portefeuille de référence stratégique, le positionnement du portefeuille de référence tactique et le positionnement du portefeuille réel ; l'axe vertical illustre les rendements résultant des décisions de portefeuille.

au Comité d'investissement de la BCE, qui rend compte au Directoire. Les résultats des positions présentées par le Comité d'investissement et approuvées par le Directoire constituent les portefeuilles de référence tactiques pour les réserves de change de la BCE (l'une en dollars et l'autre en yens).

- Le second mandat vise une surperformance par rapport aux portefeuilles de référence tactiques ; il inclut également le règlement des transactions de marché liées au placement des réserves de change de la BCE, conformément aux orientations spécifiques retenues en matière de placement. La structure de gestion de portefeuille et la répartition des tâches qui en découlent sont illustrées par le graphique 3 et le tableau 1.

<sup>4</sup> Dans ce contexte, le terme « mandat » fait référence à l'attribution de la responsabilité de la gestion d'un portefeuille à une unité ou à un tiers. Un mandat précise le portefeuille de référence par rapport auquel la performance de la gestion de portefeuille sera évaluée, l'objectif de gestion de portefeuille et les orientations en matière de placement, telles qu'une liste des instruments éligibles et un ensemble de limites de risque.

**Tableau 1 Répartition des tâches liées à la gestion du portefeuille de réserves de change**

(* = entière responsabilité pour une tâche; ° = responsabilité locale pour contribuer à une tâche)			
Activité		BCE	BCN
Décisions d'investissement		•	•
Exécution			•
Règlement	Édition de la confirmation et appariement		•
	Instructions aux conservateurs et aux correspondants		•
Rapprochement	Système de gestion de portefeuille/situation des sous-comptes	•	•
	Situation des sous-comptes/comptabilité	•	
Comptabilité		•	
Saisie des opérations et système de gestion des risques		•	°
Gestion des risques (c'est-à-dire attribution de performance, limites, pays/contreparties/émetteurs éligibles)		•	
Dispositif de gestion des réserves de change		•	(Comité du SEBC)

Source: BCE

Jusqu'à fin 2005, ce second mandat a été confié en termes identiques à toutes les BCN. Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2006, les BCN de la zone euro sont libres de ne pas accepter les mandats de gestion de réserves de change de la BCE. Dans ce cas, elles ne seraient pas impliquées dans les activités opérationnelles liées à la gestion des réserves de change de la BCE, mais resteraient impliquées dans les activités stratégiques, telles que la définition des portefeuilles de référence et des orientations en matière de placement. Les BCN qui acceptent un mandat de gestion des réserves de change de la BCE sont éligibles pour un mandat correspondant soit à un sous-portfeuille en dollars, soit à un sous-portfeuille en yens. La Deutsche Bundesbank et la Banque de France sont éligibles pour deux mandats. L'attribution des mandats sera révisée en règle générale tous les trois ans ou plus souvent si nécessaire. Ce nouveau dispositif devrait permettre des gains d'efficacité par rapport au dispositif en place jusqu'à fin 2005. L'attribution initiale des mandats de gestion de portefeuille est présentée ci-après (cf. tableau 2). Elle suit approximativement

la clé de répartition du capital de la BCE, c'est à dire les parts des différentes BCN dans le capital libéré de la BCE <sup>5</sup>.

En ce qui concerne les fonds propres de la BCE, l'objectif de gestion de ce portefeuille est de générer sur le long terme des rendements supérieurs au taux moyen des opérations principales de refinancement de la BCE. Les orientations en matière de placement et le portefeuille de référence sont définis en vue de remplir cet objectif. La Division des placements de la BCE s'est vu confier un mandat pour surperformer la référence du portefeuille de fonds propres, conformément aux orientations spécifiques retenues en matière de placement.

Pour le fonds de pension de la BCE, l'objectif de gestion de ce portefeuille implique de maximiser la valeur des actifs du fonds et de minimiser le risque de voir le niveau des engagements du plan de retraite dépasser ses actifs. Un prestataire de services extérieur choisi par la BCE gère actuellement l'ensemble du portefeuille du fonds de pension.

**Tableau 2 Attribution des sous-portfeuilles de réserves de change de la BCE**

(au 31 janvier 2006)			
Portfeuille en dollars (en millions de dollars)		Portfeuille en yens (en centaines de millions de yens)	
BE	1 398	DE	628
DE	11 039	FR	442
GR	1 040	NL	2 510
ES	4 262	AT	1 307
FR	7 765	PT	1 109
IE	505	FI	810
IT	7 153		
LU	121		

Source : BCE

### 3 ORIENTATIONS EN MATIÈRE DE PLACEMENT

Les orientations en matière de placement traduisent les objectifs généraux de la gestion de portefeuille en des règles et principes spécifiques, qui définissent notamment les critères d'éligibilité des émetteurs et des contreparties ainsi qu'un cadre de gestion des risques de marché et de crédit. Il existe à cet

<sup>5</sup> Des informations complémentaires relatives au capital libéré de la BCE sont disponibles à l'adresse internet suivante : <http://www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html>.

## Encadré I

**ASPECTS JURIDIQUES DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE DE LA BCE**

Le présent encadré décrit les principaux aspects juridiques relatifs à la gestion de portefeuille de la BCE s'agissant des réserves de change, des fonds propres et du fonds de pension, ainsi que le cadre, mis en place récemment, régissant les services de l'Eurosystème en matière de gestion des réserves.

**Gestion des réserves de change**

Pour la documentation des opérations portant sur ses avoirs de réserves de change, la BCE utilise :

- la convention-cadre de la Fédération bancaire européenne relative aux opérations sur instruments financiers, édition 2004 (accord-cadre européen ou EMA) pour (a) les opérations de pension livrée et les conventions d'achat-vente ainsi que (b) les opérations de gré à gré sur produits dérivés et les opérations de change effectuées avec des contreparties immatriculées ou constituées en vertu du droit de quinze pays de l'UE et du droit suisse ;
- le *Bond Market Association (TBMA) Master Repurchase Agreement*, édition 1996, pour les opérations de pension livrée et les conventions d'achat-vente effectuées avec des contreparties constituées en vertu du droit fédéral ou des différents États américains ;
- le *TBMA-ISMA Global Master Repurchase Agreement*, édition 2000, pour les opérations de pension livrée et les conventions d'achat-vente effectuées avec les contreparties constituées en vertu de droits autres que celui de l'UE, de la Suisse et des États-Unis ;
- l'*International Swaps and Derivatives Association (ISDA) Master Agreement (Multicurrency-Cross Border)*, édition 1992, pour les opérations de gré à gré sur produits dérivés et les opérations de change effectuées avec l'ensemble des contreparties, hormis celles constituées en vertu du droit de quinze pays de l'UE ou du droit suisse ; et
- la convention-cadre de compensation de la BCE pour la documentation des opérations effectuées avec l'ensemble des contreparties exceptées celles avec lesquelles la BCE a signé une convention EMA et qui sont constituées en vertu du droit de quatorze pays de l'UE ou du droit suisse.

**Gestion des fonds propres**

Pour la documentation des opérations portant sur ses fonds propres, la BCE utilise l'accord-cadre européen (EMA) ainsi que la convention-cadre de compensation de la BCE. Le cadre contractuel de la BCE concernant les opérations de prêt de titres effectuées dans le cadre de la gestion de son portefeuille de fonds propres a pour objectif :

- de réduire le plus possible les risques liés aux opérations de prêt de titres du portefeuille ;
- de faciliter les opérations de prêt ; et
- de veiller à la confidentialité de la composition du portefeuille de la BCE.

À cet effet, le contrat de prêt de titres et de mandataire garantit, notamment, que la BCE est indemnisée pour toute perte qu'elle est susceptible de subir lors des opérations de mise et de prise en pension effectuées dans le cadre du programme de prêt de titres. Le fait de conclure un contrat avec une entité implantée dans la zone euro, exerçant elle-même des activités de prêt de titres tout en bénéficiant de la garantie de sa société mère, est également un point important à prendre en compte. Afin de garantir la confidentialité de la composition de son portefeuille, la BCE requiert des différentes contreparties éligibles et du mandataire effectuant le prêt de titres qu'ils s'engagent par des clauses de confidentialité

appropriées et identiques. Un dispositif analogue est envisagé pour les avoirs libellés en dollars au sein du portefeuille de réserves de change.

### **Gestion du fonds de pension**

Les avoirs du fonds de pension sont investis en obligations, en actions et en instruments du marché monétaire. La BCE est le co-contractant, pour le compte du fonds de pension, des fournisseurs de services appelés à intervenir. Jusqu'à une date récente, un seul contrat était conclu avec le fournisseur de services qui remplissait la fonction à la fois de gestionnaire des placements et de conservateur. Depuis, les deux fonctions ont été séparées, d'où la nécessité de conclure désormais, d'une part, un contrat de gestion des placements avec le fournisseur de services agissant en qualité de gestionnaire des placements du fonds de pension et, d'autre part, un contrat de conservation des titres avec l'entité conservatrice.

Les conventions standard du secteur ont servi de base et ont été adaptées aux exigences spécifiques du fonds de pension de la BCE. Les problèmes de responsabilité sont, bien sûr, toujours essentiels dans les conventions de ce type. En outre, il a fallu veiller à ce que la BCE exerce un contrôle sur le réseau de conservateurs appelés à intervenir ainsi que sur les instruments financiers utilisés. En raison de la dualité de ce cadre (séparation des activités de conservation des titres et de gestion des placements), il a fallu également déterminer le partage précis des responsabilités entre les deux fournisseurs de services. S'agissant du gestionnaire des placements, la convention a dû prévoir des limites relatives au risque de marché, qui reposent sur la notion de marge d'erreur et garantissent que les performances des portefeuilles gérés ne s'écartent pas de manière significative des indices de référence correspondants. Pour certaines catégories d'actifs, il a été prévu de recourir aux fonds de placement déjà existants administrés par le gestionnaire, en même temps que d'autres investisseurs. Afin de répondre aux exigences de la BCE, certaines modifications ont dû être apportées à la gestion de ces fonds. Le statut fiscal particulier de la BCE a également dû être pris en compte dans la structure, le conservateur devant fournir un degré de service approprié en matière de fiscalité et de gestion. Compte tenu du caractère relativement complexe de la structure, il a également été nécessaire de recenser l'ensemble des charges en toute transparence avant de les facturer directement à la BCE.

égard d'importantes différences entre le fonds de pension et les deux autres types de portefeuilles. L'encadré 1 fournit des informations concernant le fonds de pension, les commentaires ci-dessous faisant uniquement référence aux deux autres portefeuilles.

### **CRITÈRES D'ÉLIGIBILITÉ DE L'ÉMETTEUR ET DE LA CONTREPARTIE**

Les portefeuilles de réserves de change et de fonds propres de la BCE donnent lieu à des placements en produits de taux, c'est-à-dire en instruments du marché monétaire, en obligations ainsi que tous les produits dérivés correspondants.

Lorsqu'elle sélectionne des émetteurs d'instruments auxquels elle est susceptible de recourir dans le cadre de la gestion de ses réserves de change, la BCE veille essentiellement à ce que les placements soient conformes à ses principaux objectifs

opérationnels, à savoir la sécurité et la liquidité. En particulier, les émetteurs suivants sont actuellement éligibles : les administrations publiques des États-Unis, du Japon et du Canada, certaines agences dont la qualité de signature est élevée, des organisations internationales ou supranationales dont les pays membres de l'UE ne sont pas actionnaires majoritaires, ainsi que la BRI.

S'agissant du portefeuille de fonds propres, les émetteurs éligibles sont répartis en trois catégories : les émetteurs souverains, les émetteurs non souverains et les émetteurs d'obligations sécurisées. Parmi les émetteurs souverains figurent notamment les États membres de l'UE et les administrations régionales, à condition qu'ils présentent une qualité de signature minimale. Les émetteurs non souverains comprennent certaines agences et entreprises de première catégorie, ainsi que la BRI.

En outre, les titres, qu'ils soient ou non publics, ne sont utilisés dans le cadre de la gestion des fonds propres de la BCE que s'ils sont négociés sur un marché profond et liquide, c'est-à-dire sur lequel les opérations de la BCE peuvent être facilement absorbées sans incidence notable sur les prix. Les émetteurs non souverains doivent également présenter une qualité de signature minimale et satisfaire à d'autres critères, comme par exemple un montant minimal de capital social.

Les contreparties aux opérations menées par la BCE dans le cadre de la gestion de ses réserves de change et de ses fonds propres sont choisies selon des critères de prudence et d'efficacité opérationnelle. Elles doivent (a) faire l'objet d'un contrôle par une autorité reconnue ; (b) avoir leur siège dans un pays éligible ; (c) remplir les critères minimaux de solvabilité définis par la BCE ; et (d) être approuvées individuellement par la BCE. Les critères minimaux de solvabilité sont différenciés en fonction du risque de crédit attaché aux différents instruments. Ils sont plus élevés pour les opérations engendrant un risque de crédit direct, comme les dépôts en blanc, que pour les opérations se dénouant dans un système de règlement-livraison. Dans le cas des fonds propres, les dépôts en blanc sont autorisés uniquement auprès de la BRI. S'agissant des contreparties non notées, un engagement formel écrit de leur société mère, qui doit elle-même présenter une notation suffisamment élevée, est préalablement requis pour établir leur éligibilité. Actuellement, la note minimale pour les contreparties éligibles aux opérations en blanc est A (deuxième meilleure note dans la grille de plusieurs agences de notation internationales).

**Tableau 3 Nombre de contreparties, émetteurs et pays éligibles**

(au 31 Janvier 2006)

	Réserves de change	Fonds propres
Nombre total de contreparties	119 <sup>1)</sup>	26 <sup>2)</sup>
<i>dont : éligibles aux opérations dénouées en règlement-livraison</i>	81	26
<i>dont : éligibles aux dépôts</i>	45	1 (BRI)
Émetteurs éligibles du secteur privé	1	52
Émetteurs éligibles du secteur public	8	35
Pays éligibles	21	26

Source: BCE

1) S'agissant des réserves de change, 39 contreparties sont éligibles aux dépôts et aux opérations de règlement-livraison.

2) S'agissant des fonds propres, la BRI est éligible aux dépôts et aux opérations dénouées en règlement-livraison.

Le tableau 3 présente le nombre de contreparties, d'émetteurs et de pays éligibles pour la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE.

Il convient également de souligner que les opérations effectuées dans le cadre de la gestion de portefeuille de la BCE sont soumises à une autre contrainte, à savoir le respect de l'interdiction de financement monétaire inscrite dans le Traité et dans le règlement correspondant du Conseil <sup>6</sup>. En particulier, les achats de titres de dette émis sur le marché primaire par les États membres ou les institutions ou organes de la Communauté sont strictement interdits et ces mêmes achats sur le marché secondaire, sans être pour autant prohibés, ne doivent pas servir à contourner l'interdiction. À cet égard, les achats réalisés sur le marché secondaire de titres de dette émis par les États membres sont soumis à des seuils de surveillance. Cependant, dans le contexte particulier des réserves de change, la BCE bénéficie d'une dérogation lui permettant d'acheter des instruments de dette émis sur le marché primaire par les États membres non participants, pour autant que ces achats soient effectués uniquement aux fins de gestion des réserves de change <sup>7</sup>.

### GESTION DU RISQUE DE CRÉDIT

Si les critères d'éligibilité de la contrepartie et de l'émetteur décrits dans la section précédente constituent les premières restrictions liées au risque de crédit qui soient appliquées aux placements effectués dans le cadre de la gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE, des outils plus précis sont néanmoins nécessaires pour la gestion du risque de crédit. Il s'agit de limites permettant d'éviter une prise de risques et une concentration excessives. Les différentes catégories de limites appliquées et faisant l'objet d'un suivi dans le système de gestion du risque de crédit de la BCE sont les suivantes :

6 Cette interdiction figure à l'article 101 du Traité, auquel est lié le règlement du Conseil (CE) n° 3603/93 du 13 décembre 1993.

7 Cette dérogation est mentionnée à l'article 2 du règlement du Conseil (CE) n° 3603/93. Comme cela a été évoqué précédemment, elle n'est pas pertinente dans le cas de la BCE, celle-ci ayant décidé que les États membres de l'UE ainsi que les organisations internationales ou supranationales dont les États membres de l'UE sont actionnaires majoritaires n'étaient pas des émetteurs éligibles dans le cadre de la gestion de ses réserves de change.

- Limites relatives au risque pays. Celui-ci résulte de l'exposition au risque d'émetteur et de contrepartie, qui prend en compte le droit en vertu duquel est immatriculé ou constitué l'émetteur ou la contrepartie. Les limites relatives au risque pays dépendent de l'importance des pays concernés dans les activités de placement de la BCE, de leur qualité de signature et de leur poids en termes de PIB.
  - Limites relatives au risque d'émetteur. Elles concernent le risque lié à la détention de titres émis par des émetteurs ou des groupes d'émetteurs. Ces limites dépendent de l'importance des émetteurs, de leur qualité de signature et du volume des encours de titres émis.
  - Limites relatives au risque de contrepartie. Dans le cadre de la gestion des réserves de change, des limites spécifiques s'appliquent au risque de contrepartie lié aux dépôts non garantis. Ces limites dépendent de la qualité de signature des contreparties (ou de leur garant) ainsi que de leur capital. En outre, un plafond s'applique à l'ensemble des contreparties.
  - Limites relatives au règlement de la contrepartie. Cette limite s'applique à l'exposition au risque lié aux opérations ne faisant pas intervenir un dénouement dans un système de règlement-livraison. Dans le cadre de la gestion des fonds propres de la BCE, aucune limite n'est appliquée dans la mesure où il s'agit toujours d'opérations dénouées dans un système de règlement-livraison.
- S'agissant des réserves de change de la BCE, les limites totales sont réparties entre les BCN qui gèrent des sous-portefeuilles de manière décentralisée, selon une clé de répartition reflétant la taille respective des portefeuilles.

#### GESTION DU RISQUE DE MARCHÉ

S'agissant des portefeuilles de réserves de change et de fonds propres de la BCE, le risque de marché est géré à l'aide d'un dispositif de portefeuilles de référence à plusieurs niveaux et d'écarts autorisés par rapport à ces portefeuilles de référence pour les activités de gestion de portefeuille. Pour l'essentiel, la gestion du risque de marché global consiste à s'assurer que chaque portefeuille de placement n'encourra pas de pertes à des niveaux de confiance prudents donnés.

L'exposition au risque de marché, inhérente à tous les portefeuilles de placement, ainsi que la conformité de la gestion de portefeuille avec le cadre défini pour le risque de marché sont suivies quotidiennement au moyen des systèmes informatiques décrits dans l'encadré 2. L'exposition au risque de marché est mesurée par divers indicateurs, notamment le risque potentiel de perte maximale (*value at risk*, VaR) pour les avoirs libellés en monnaies locales et en euros, les sensibilités (*modified durations*), la volatilité des performances par rapport aux portefeuilles de référence (*tracking errors*) et l'exposition à des

#### Encadré 2

##### SYSTÈMES INFORMATIQUES DE GESTION DE PORTEFEUILLE DE LA BCE

Toutes les activités de gestion de portefeuille de la BCE, à l'exception de celles concernant le fonds de pension, sont effectuées grâce à un système de gestion unique et intégré. Ce système garantit que tous les instruments éligibles en vertu des cadres de gestion des réserves de change et des fonds propres de la BCE sont traités et suivis dans le respect des exigences de la BCE en matière de salle des marchés, de contrôle des opérations de marché et de post-marché. Un module comptable spécifique a été développé et intégré dans le système afin de satisfaire aux exigences propres du SEBC en matière de comptabilité.

Ce système a été acquis en 1997 par voie d'appel d'offres après un processus de sélection approfondi au cours duquel sept systèmes ont été présélectionnés et évalués par rapport à un ensemble de conditions prédéterminées afin de choisir celui qui répondait le mieux aux exigences fonctionnelles et techniques de la BCE. Le système a été mis en place en 1998 pour être opérationnel le 1<sup>er</sup> janvier 1999.



Depuis, plusieurs nouvelles versions ont été mises en application afin de garantir que le système continue de répondre à l'évolution des besoins de la BCE, par exemple pour pouvoir traiter les nouvelles caractéristiques et les nouveaux instruments intégrés à la suite de modifications du cadre de placements de la BCE.

Depuis 1997, plusieurs BCN au sein du SEBC ont choisi le même système que la BCE pour la gestion de leurs propres portefeuilles. Le nombre croissant de banques centrales utilisant la même plate-forme informatique pour leurs besoins propres a offert des occasions uniques de lancer des projets communs, d'exploiter des synergies et de mieux gérer les relations avec le fournisseur.

L'architecture technique garantit que chaque BCN participant à la gestion des réserves de change de la BCE, conformément à la structure décentralisée, est connectée aux mêmes serveurs centraux, tout en ayant accès uniquement aux transactions concernant ses portefeuilles de placement et de transactions. Par conséquent, aucune interface ou transferts de transactions en mode *batch* ne sont nécessaires.

Même si le système couvre également les fonctionnalités de post-marché, seules celles concernant la salle des marchés et le contrôle des opérations sont utilisées dans l'installation de la BCE, tandis que chaque BCN est responsable du dénouement des transactions effectuées en tant que mandataire de la BCE *via* son propre système.

La BCE utilise également plusieurs autres systèmes pour ses activités de gestion de portefeuille, notamment un système pour l'administration du fonds de pension, un système permettant d'effectuer un rapprochement espèces et titres, une plate-forme de courtage électronique pour les transactions sur titres et un système d'analyse des risques. Une base de données pour l'analyse des séries historiques relatives aux risques et aux performances est actuellement en cours de développement.

classes d'instruments spécifiques<sup>8</sup>. Les calculs de la VaR sont effectués tant en termes absolus que par rapport aux portefeuilles de référence respectifs.

Au sein de ce cadre, les écarts autorisés par rapport aux portefeuilles de référence, exprimés en termes de duration modifiée et de VaR relative, permettent de disposer d'une marge de manœuvre pour la gestion des portefeuilles. Tandis que les mesures de la VaR sont suivies depuis plusieurs années, les limites de VaR relative ne seront applicables qu'à partir de cette année, ce qui correspondra à l'arrêt de l'utilisation des limites concernant les sensibilités. Les limites en matière de risque de marché sont définies afin de garantir que des positions puissent être prises tout en maintenant le risque de marché potentiel à des niveaux prudents. Par le passé, les positions prises sont demeurées, en moyenne, nettement inférieures aux écarts autorisés, reflétant une attitude prudente en matière de prise de risque de la part des gestionnaires de portefeuille à la BCE et dans les BCN. Les portefeuilles de référence et les écarts autorisés sont réexaminés régulièrement afin de garantir leur

conformité avec les préférences globales de la BCE en ce qui concerne le couple rendement/risque.

Le profil de risque de liquidité des réserves de change de la BCE fait également l'objet d'un suivi quotidien afin de garantir qu'un volant suffisant d'actifs sont détenus sous forme de dépôts à vue ou de titres très liquides.

#### 4 DÉFINITION DU PORTEFEUILLE DE RÉFÉRENCE

S'agissant des réserves de change de la BCE, la détermination de l'allocation stratégique des actifs est un processus qui se déroule en deux étapes.

<sup>8</sup> La sensibilité (*modified duration*) est une mesure de l'exposition d'un portefeuille au risque de taux d'intérêt. Elle reflète la durée moyenne pondérée jusqu'à l'échéance des instruments détenus dans le portefeuille. Le risque potentiel de perte maximale (VaR) est une estimation de la perte maximale possible pour un niveau de confiance donné (par exemple, 95 %) sur un horizon d'investissement donné (par exemple, un an). La *tracking error* correspond à l'écart type des différences entre les rendements des portefeuilles et ceux des portefeuilles de référence observé à une fréquence donnée (par exemple, quotidiennement) sur une période donnée (par exemple, trois mois).

La première consiste à déterminer le dosage des différentes devises dans les réserves de change et donc à calculer les parts optimales des avoirs en dollars et en yens, en prenant en compte tout d'abord les besoins de la stratégie puis les considérations en matière de risque. Lors de la seconde étape, il s'agit de proposer une répartition optimale des actifs entre chacune des devises. Actuellement, les préférences en ce qui concerne le couple rendement/risque sont définies de manière distincte pour la gestion de la répartition par devises et pour celle des sous-portefeuilles en dollars et en yens.

En ce qui concerne les fonds propres de la BCE, le processus d'allocation stratégique des actifs est analogue à la seconde étape décrite ci-dessus, avec des paramètres légèrement différents reflétant l'orientation à plus long terme de ces fonds et des exigences moins élevées en matière de liquidité.

Compte tenu de l'importance de choisir des références adaptées en matière de placement, comme le montrent de nombreuses études théoriques et empiriques, des ressources très importantes sont consacrées au développement des méthodologies utilisées dans le processus de détermination de ces références. Le service chargé des placements à la BCE a développé un modèle économétrique spécialement conçu à cet effet, qui s'appuie sur des prévisions macroéconomiques diffusées au public, afin de calculer des anticipations de rendements attendus pour les différentes classes d'actifs appartenant à la sphère de placements pour les réserves de change et les fonds propres. Le recours à des projections de rendement constitue une amélioration très importante par rapport à l'utilisation des rendements passés dans le processus de détermination des portefeuilles de référence. La technique classique d'optimisation moyenne-variance est complétée par d'autres techniques d'optimisation destinées à améliorer la robustesse de l'analyse. Le processus d'élaboration du portefeuille de référence est revu en permanence afin de l'améliorer et de le perfectionner.

## 5 RÉSULTATS DE LA GESTION DE PORTEFEUILLE

La BCE publie les résultats financiers dans ses *Rapports annuels*. En 2005, le bénéfice net

**Tableau 4 Résultats annuels de la BCE depuis 1999**

(en millions d'euros)	
Année	Résultat
1999	- 247
2000	1 990
2001	1 822
2002	1 220
2003	- 477
2004	- 1 636
2005	0

Source : BCE

s'est établi à exactement zéro, après une perte de 1,6 milliard d'euros en 2004 (cf. tableau 4). L'évolution des résultats financiers de la BCE est fortement affectée par les variations défavorables des taux de change : par exemple, le raffermissement de l'euro par rapport au dollar a été à l'origine des pertes enregistrées en 2003 et 2004, une grande part des actifs de la BCE étant constituée de réserves de change non couvertes. Conformément au principe comptable de prudence de la BCE, qui tient compte de cette importante exposition, les plus-values ne sont pas enregistrées comme des revenus, mais sont affectées dans des comptes de réévaluation, tandis que les moins-values sont considérées comme une charge. Ce traitement asymétrique des plus-values et moins-values latentes a pour conséquence de différer le bénéfice jusqu'à ce que les actifs correspondants soient cédés ou jusqu'à leur échéance. Par conséquent, le résultat financier annuel sera différent de celui ressortant du calcul d'un véritable rendement aux prix du marché (*mark-to-market return*).

Les chocs liés aux taux de change n'expliquent qu'en partie les évolutions des résultats annuels de la BCE : par exemple, les bénéfices enregistrés en 2001 et 2002 étaient essentiellement dus aux évolutions des marchés obligataires : les rendements obligataires avaient fortement baissé pour s'établir à des niveaux très faibles, entraînant ainsi des plus-values importantes. Le bas niveau des taux d'intérêt a néanmoins laissé peu de latitude pour que les produits d'intérêt compensent les pertes liées aux taux de change en 2003 et 2004. Depuis 2004, le risque de taux d'intérêt auquel sont exposés les trois portefeuilles a été nettement réduit, en raison du bas niveau atteint par les taux d'intérêt et de la volatilité observée sur ces taux.

Les mandats de gestion de portefeuille définis par la BCE pour ses réserves de change et ses fonds propres assignent un rôle important à la maximisation des performances du portefeuille réel par rapport au rendement du portefeuille de référence. Cette approche reflète l'idée selon laquelle, au sein des contraintes strictes imposées par les rôles et les objectifs des portefeuilles, qui apparaissent dans le cadre de gestion des risques, les gestionnaires peuvent accroître la valeur des portefeuilles au cours du temps. Même si les résultats de la gestion des portefeuilles ont parfois été négatifs, notamment en 2002, ils ont été positifs et relativement importants pour la plupart des années comprises entre 1999 et 2005 ainsi que, par conséquent, sur une base cumulée. Cette situation a principalement reflété les activités quotidiennes des différents gestionnaires de portefeuille.

Les gestionnaires accroissent également la valeur des portefeuilles de la BCE en proposant que de nouveaux instruments soient inclus dans la sphère des placements. Au fil du temps, la sphère des placements de la BCE a été élargie par l'ajout de nouvelles catégories d'instruments, tels que les obligations sécurisées, de nouveaux émetteurs éligibles parmi les catégories d'instruments éligibles, et des instruments dérivés, tels que des contrats à terme sur le marché monétaire et sur obligations. Les gestionnaires ont également proposé de nouveaux mandats de gestion, tels que ceux cités précédemment concernant les prêts de titres pour le portefeuille de fonds propres et le portefeuille des réserves de change en dollars.

Les gestionnaires jouent également un rôle important dans les activités de suivi des marchés de la BCE et de l'Eurosystème. Ils doivent suivre et analyser attentivement les évolutions des marchés financiers, tant conjoncturelles que structurelles, à divers degrés de détail, des grandes catégories d'actifs jusqu'aux différents instruments financiers. Ils s'appuient sur de nombreuses sources d'informations, notamment les études et les opinions proposées par les contreparties sur le marché.

L'ensemble ainsi constitué de connaissances continuellement mises à jour concernant les

évolutions des marchés financiers est jugé de grande valeur pour la BCE et l'Eurosystème. Afin de diffuser ces connaissances, les gestionnaires de portefeuille sont chargés de préparer des comptes rendus réguliers portant sur les évolutions des marchés financiers du point de vue d'un investisseur. En outre, ils répondent à des demandes d'informations ponctuelles concernant les marchés financiers. Par conséquent, les analyses des évolutions des marchés financiers ainsi que des innovations et des changements structurels sur ces marchés bénéficient très largement des informations obtenues dans le cadre de la gestion des portefeuilles.

## 6 DISPOSITIF DE RÈGLEMENT

Différents dispositifs de règlement sont en place pour les divers types de portefeuilles détenus par la BCE. Tandis que les BCN de la zone euro qui choisissent de participer à la gestion des réserves de change de la BCE (actuellement l'ensemble des douze BCN de la zone euro) procèdent au règlement des opérations habituelles de gestion de ces réserves de change, la BCE effectue le règlement de toutes les transactions concernant son portefeuille de fonds propres. Le traitement des transactions concernant le fonds de pension de la BCE est actuellement effectué par un organisme tiers.

La BCE s'efforce d'appliquer les normes les plus élevées au traitement des transactions concernant ses portefeuilles de réserves de change et de fonds propres. En collaboration avec les contreparties, des efforts sont également en cours afin d'améliorer encore la sécurité et l'efficacité du traitement des transactions dans l'ensemble du secteur, s'agissant notamment de l'application des pratiques de référence lors de l'échange des confirmations de transactions.

Les BCN effectuent des opérations portant sur les avoirs de réserve de change de la BCE en tant que mandataires déclarés de la BCE. Par conséquent, lors de leurs transactions avec les contreparties aux opérations de gestion de portefeuille, les BCN isolent les opérations qu'elles effectuent pour leur propre compte de celles qu'elles réalisent au nom et pour le compte de la BCE, c'est-à-dire

que ce statut de mandataire est divulgué. Afin de faciliter ce dispositif, des comptes ont été ouverts au nom de la BCE auprès des intermédiaires financiers, y compris les correspondants, les conservateurs/dépositaires de titres et d'or et les compensateurs centraux pour les produits dérivés négociables, chaque BCN étant autorisée à effectuer des opérations sur ces comptes. En outre, des exigences et des procédures communes ont été définies pour les opérations de la BCE et des BCN afin de garantir le maintien d'une séparation appropriée entre les avoirs de la BCE et ceux des BCN. Ces directives communes garantissent également que les transactions réalisées dans le cadre de la gestion des réserves de change de la BCE sont effectuées de façon harmonisée dans l'ensemble de l'Eurosystème, dans le respect des pratiques de référence et de normes de sécurité élevées. Des contrôles exhaustifs sont prévus au niveau de la BCE et des BCN, notamment le rapprochement régulier et détaillé des états financiers externes concernant les comptes de la BCE relatifs aux liquidités, aux titres, à l'or et aux instruments à terme par rapport aux différents systèmes utilisés. Des données détaillées concernant les incidents de paiement sont collectées et analysées par la BCE, avec une information régulière des organes de décision de la BCE.

La BCE et les BCN gèrent de façon active les garanties reçues dans le cadre des transactions relatives à la gestion des fonds propres et des réserves de change. Après la mise en commun/compensation des opérations adossées à des garanties, les expositions vis-à-vis des contreparties sont calculées et la nécessité de recourir à des appels de marge<sup>9</sup> est évaluée.

## 7 CONCLUSION

La BCE détient et gère trois types de portefeuille : réserves de change, fonds propres et fonds de pension. Chaque portefeuille a un objectif particulier qui influence la façon dont il est géré. Les activités de gestion de portefeuille de la BCE sont soumises à des règles strictes qui garantissent la neutralité pour le marché, un comportement respectant les règles d'éthique et une séparation

stricte entre la gestion des portefeuilles et les opérations de politique monétaire. Des orientations détaillées en matière de placements sont mises en œuvre pour garantir un contrôle strict des risques de marché et de crédit et définir des critères clairs et équitables pour le choix des émetteurs et des contreparties éligibles.

Des ressources importantes sont consacrées à la détermination des portefeuilles de référence, qui sont les principaux déterminants des rendements et des risques des portefeuilles. Des mandats de gestion sont définis et attribués avec pour objectif de maximiser, en tenant compte des contraintes données, les performances par rapport au portefeuille de référence, avec des coûts administratifs et autres aussi faibles que possible. S'agissant des réserves de change de la BCE, le processus de répartition des sous-portefeuilles a été modifié en janvier 2006, ce qui devrait permettre des gains d'efficience.

Des informations actualisées seront publiées si nécessaire, notamment dans les *Rapports annuels* de la BCE.

<sup>9</sup> Les appels de marge consistent à demander aux contreparties de constituer des garanties supplémentaires.